申万宏源研究 SWS RESEARCH

2020 年 07 月 31 日

涓涓淼淼 瓶载乾坤

——中国瓶装水行业深度报告

看好

相关研究

"不惧短期调整，坚守长期价值 -食品饮料行业周报 20200720-20200724" 2020 年 7 月 25 日

"白酒持仓环比提升 食品持仓回落-食品饮料 2020 年二季度基金持仓分析" 2020 年 7 月 22 日

证券分析师
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人
曹欣之
(8621)23297818×转
caoxz@swsresearch.com

本期投资提示：

- **小瓶装，大赛道。**瓶装水种类主要有纯净水、天然水与天然矿泉水。纯净水主要出自城市公共供水系统，处理后不含矿物质；天然水直接取自优质自然水源，处理后仍含有一定矿物质；矿泉水的矿物质含量达到国家标准，是三种水里最高端的品种。2019 年瓶装水行业终端零售规模为 2000 亿，是软饮料板块中最大的细分赛道，并依旧保持近双位数增长。从历史复盘来看，瓶装水行业由早年的销量驱动演变为量价齐升的态势，并且有望延续。
- **量：健康偏好+供给创造需求。**中国人均瓶装水消费量远低于西方发达国家，持平日本，但这并不代表中国瓶装水的消费量已见顶。从整体软饮维度看，中国远低于日本与其他发达国家，人均软饮消费量存在较大提升空间。从趋势看，过去瓶装水是驱动中国人均软饮消费量的主要推力，随着健康意识与锻炼习惯与日俱增，瓶装水与无糖软饮将获得消费偏好，预计未来瓶装水依旧是提升人均软饮消费量的驱动力之一。另一方面，消费场景与人群的开发属于供给创造需求。瓶装水企业通过大规格产品开发家庭消费场景，培育消费者使用瓶装水烹饪与泡茶的习惯，替代部分自来水的使用。同时，针对老人、婴幼儿等特殊人群开发功能水。因此，中国人均瓶装水的消费量远未见顶，并有望在短期内超越日本。
- **价：2 元水持续渗透取代 1 元水。**目前均价较低的纯净水销量占比约 60%，从上线与下线市场两个维度看，存在替代的空间。在上线市场，2 元水的农夫山泉与怡宝在终端的毛利与毛利率均高于 1 元水的娃哈哈，因此 2 元水的终端推力更强。在下线市场，随着农夫山泉与怡宝的逐步下沉，将替代部分 1 元水的份额。预计 2 元水继续渗透，行业均价有望提升。
- **市场份额将进一步向头部集中。**从美国与日本来看，两者的格局演变规律大相径庭。日本瓶装水行业集中度稳步上升，而美国不断被稀释。这主因美国瓶装水渠道依靠商超与超市这类现代流通，而零售行业格局也以沃尔玛等传统零售巨头为主，依靠庞大的实体店网络实现渠道扁平化，从而以低价的自有品牌冲击瓶装水头部企业。然而，中国瓶装水的渠道主要以社区街道店等传统流通为主，其次才是超市、商超，而零售行业的龙头位置被电商平台占据。因此，我们认为自有品牌的模式在中国难有作为，市场份额仍具有集中的空间。
- **传统瓶装水企业 VS 跨界龙头企业。**传统瓶装水企业主要有农夫山泉、华润怡宝、景田食品、康师傅、娃哈哈、西藏水资源。从价格带来看，目前 1 元水以康师傅与娃哈哈的纯净水为主；2 元水以农夫山泉天然水及怡宝纯净水为代表；3 元水由景田食品百岁山的矿泉水占据。多数企业已布局多个价格带，产品与品牌矩阵得到完善。此外，乳制品龙头企业伊利布局矿泉水，有望利用自有的营销网络实现协同效应最大化。
- **如何做好水生意？营销，渠道与水源缺一不可。**瓶装水同质化问题严重，需通过营销不断占领消费者心智，利用渠道密集度提升产品可见度。营销方面，成功的瓶装水企业营销具备长周期、高曝光、强标记的特点，利用品牌故事抢占消费者心智。中长期看，随着农夫山泉与华润怡宝的渠道下沉，而康师傅、娃哈哈昔日龙头布局中高端重返上线市场，预计行业广告促销力度的优化空间有限。渠道方面，需要广度、深度、密度三维度一体化发展。中国瓶装水主要依靠传统流通，因此需加强终端密度或将竞争对手挤出终端门店。最后，水源之于瓶装水犹如奶源之于乳制品，自然资源的政策只会愈发趋严，因此水源的获取具有先入为主优势。即使目前取水政策未形成明显壁垒，但优质且广泛的水源布局是营销的卖点与素材，同时也可节省成本占比较高的运输物流费用，保障企业长期盈利能力。
- **投资建议：**建议关注农夫山泉。非纯净水品牌的水源布局中，农夫山泉水源的地理分布均衡，其余企业仅布局个别水源。农夫山泉卡位 2 元价格带，且是天然水的代表，无论从价格还是品种升级路径，均是首选。叠加营销能力和渠道利润，看好公司市场份额稳步提升。
- **风险提示：**食品安全问题，水源污染

申万宏源研究微信服务号

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资案件

结论和投资建议

我们预计行业依旧可维持量价齐升的增长态势。市场份额进一步向头部企业集中，看好天然水代表企业农夫山泉的份额进一步提升，建议关注。

原因及逻辑

对标海外市场，我们发现美国与日本瓶装水行业态势截然不同。美国模式中，行业品类主要以纯净水与天然水为主，矿泉水占比极低；行业集中度也被零售巨头的自由品牌（private label）稀释。相反，日本瓶装水行业以矿泉水为主，头部份额常年稳定，并未受到自有品牌的冲击。

中国瓶装水行业将更倾向于向日本模式发展：结构升级+头部集中。在品种结构方面，我们认为，以农夫山泉为代表的非纯净水企业将继续推动行业向天然水及矿泉水升级的大趋势，品种结构将更为平衡。在行业格局方面，美国模式中自有品牌稀释瓶装水头部企业份额的形势并不会出现在中国。首先，美国瓶装水的销售渠道依靠商超+超市这类现代流通，且零售格局以传统零售巨头为主，如沃尔玛、CVS、克罗格等。这些老牌零售巨头对供应商议价能力强，可为其代加工创造自有品牌，依靠自身庞大的实体店销售网络，实现渠道扁平化，利用低价的自有品牌形成对瓶装水龙头企业的冲击。但是，中国瓶装水渠道结构以社区街道店这类传统流通为主，其次是超市与商超，且中国零售业巨头主要是电商平台。因此，瓶装水的渠道结构与零售龙头企业的属性并不吻合，预计瓶装水自有品牌在中国难成气候，对于头部企业的集中度难以造成冲击。

在结构升级的趋势下，农夫山泉卡位 2 元价格带，且是天然水的代表，无论是从价格还是品种的升级路径，均是首选。凭借着杰出的营销能力与合理的渠道利润，预计公司是行业发展下最大的受益者，看好公司市场份额稳步提升。

有别于大众的认识

由于取水费用在营业成本内的比重可忽略不计，因此市场侧重关注营销与渠道，而忽略了水源对于瓶装水企业的重要意义。不可否认，营销与渠道的确是快消品行业最为重要的两个因素。但是，水源之于瓶装水企业犹如奶源之于乳制品企业一样重要。首先，中国人均淡水资源匮乏，优质的水资源更为稀缺。一旦政府收紧取水政策或已有多个企业在同一水源布局后，势必对后来者形成一定的准入壁垒，因此先行布局水源的企业有着先入为主的优势。其次，在消费升级的背景下，天然水与天然矿泉水的增速预计将快于纯净水。除了保障产品品质外，水源一方面可作为企业的营销故事，实现差异化宣传，帮助品牌占领消费者心智。另一方面，运输物流费用是瓶装水企业主要的隐形成本，均衡的水源分布可允许公司采取生产基地就近销售的策略，从而节省运输成本。从非纯净水品牌的水源布局来看，农夫山泉十大水源的地理分布均衡，其余企业仅布局个别水源。这也是农夫山泉可成为瓶装水行业龙头的关键要素之一。因此，我们认为，做好水生意需要在营销、渠道与水源三方面共同推进。

目录

1. 我国瓶装饮用水市场概况 7
1.1 市场规模：我国瓶装饮用水市场大、增速高 7
1.2 历史复盘：从销量驱动，到量价齐升 8
1.3 增长逻辑：量价趋势长期稳定，瓶装水市场空间广阔 11
2. 我国瓶装水市场竞争格局 13
2.1 整体格局：品类变迁伴随头部更迭 13
2.2 他山之石：瓶装水市场格局的美国模式与日本模式 14
2.3 国内趋势：向高集中度的日本模式靠拢 17
3. 我国瓶装水主要企业概览 18
3.1 农夫山泉：业绩增长亮眼，围绕品牌渠道水源打造优势 19
3.2 华润怡宝：成本改善推动盈利上行，饮用水系列亟待新品 21
3.3 景田食品：产品定位精准，差异化获取消费者青睐 23
3.4 康师傅：瓶装水业务萎缩，重新布局全价格带 24
3.5 娃哈哈：纯净水品类单一，期待高端新品 26
3.6 西藏水资源：立足高端品牌，拥有西藏优质水源 26
3.7 伊利股份：开始水源布局，渠道优势突出 28
4. 如何做好水生意？营销、渠道与水源缺一不可 29
4.1 品牌宣传：长周期+高曝光+强标记 29
4.2 渠道网络：广度深度密度，加强终端掌控 30
4.3 水源布局：优质水源稀缺，分散布局助力减费 32
5. 投资建议与风险提示 35
5.1 投资建议：各方面优势凸出，建议关注农夫山泉 35
5.2 风险提示 35

图表目录

图 1：我国瓶装水市场规模接近 2,000 亿元 7
图 2：我国瓶装水销售量快速增长 7
图 3：我国瓶装水在软饮料品类中规模最大 7
图 4：我国瓶装水行业规模增速领先软饮料全行业 7
图 5：我国瓶装水发展阶段 8
图 6：早期的矿泉水多由玻璃瓶包装，价格较高 8
图 7：20 世纪末瓶装水行业情况梳理 9
图 8：1978-2007 城镇居民可支配收入快速增长 9
图 9：2002 年起我国旅游人数快速增长 9
图 10：矿泉水与天然水的均价较高（元/500ml） 10
图 11：07 年起天然水与矿泉水销量占比逐渐提升 10
图 12：瓶装水市场规模的量价贡献历史趋势 10
图 13：我国主要软饮料品类人均销量增速历史 12
图 14：无糖饮料零售额预计增速快于含糖饮料 12
图 15：农夫山泉中大规格瓶装水收入增速更快 12
图 16：农夫山泉宣传片《忘不了的味道》 12
图 17：1 至 3 元水终端毛利与毛利率 13
图 18：天然水与矿泉水销售额增速预计快于纯净水 13
图 19：瓶装水头部企业份额历史变化趋势 14
图 20：2019 年农夫山泉瓶装水市场份额 14
图 21：美国瓶装水销量历史增速 14
图 22：美国瓶装水以天然水、纯净水为主 15
图 23：美国自有品牌瓶装水逐步抢占头部企业份额 15
图 24：日本矿泉水产量与进口量趋势 16
图 25：日本矿泉水销量占比稳定 16
图 26：日本瓶装水市场高度集中，自有品牌占比小 16
图 27：中日美瓶装水渠道结构差异较大 18
图 28：中日美零售巨头种类各不相同 18

图 29：农夫山泉收入增长稳健，饮用水占比最高 19
图 30：农夫山泉盈利能力行业领先 19
图 31：农夫山泉经典广告深入人心 20
图 32：农夫山泉”故宫瓶”引发追捧 20
图 33：华润怡宝营收增速降档 21
图 34：17 年怡宝收入下滑主要源于饮用水增速放缓 21
图 35：华润怡宝利润率稳健提升 21
图 36：公司饮用水生产线成本控制取得成效（万元） 21
图 37：2018 年末华润工厂分布全国 22
图 38：“你我的怡宝”成为怡宝经典广告词 23
图 39：怡宝频繁赞助体育赛事 23
图 40：百岁山广告透露贵族气质 23
图 41：百岁山包装设计独特 23
图 42：饮品收入占比较高，近年营收增速缓慢 24
图 43：饮品销售额中瓶装水规模及占比均萎缩 24
图 44：康师傅饮品各品类收入增速 25
图 45：中国瓶装水行业上榜品牌趋势 25
图 46：娃哈哈纯净水上市超过二十年 26
图 47：娃哈哈纯净水晶钻版新包装 26
图 48：西藏水资源高中低端品牌矩阵 26
图 49：西藏水资源定位中高端，瓶装水均价溢价高 26
图 50：公司营收增速缓慢，主要受瓶装水业务影响 27
图 51：2019 年前公司净利率维持在 30%以上 27
图 52：西藏水资源瓶装水业务毛利率较高，约为 60% 27
图 53：公司早年销量高度依赖对中铁快运的供应合同 27
图 54：伊刻活泉产品包装 28
图 55：各细分赛道龙头企业的广告促销费用率 30
图 56：瓶装水与乳制品 CR2 市场份额 30
图 57：农夫山泉经销商平均销售额逐步提升 30
图 58：我国主流天然水、矿泉水的水源地概览 32

图 59：全球主要国家国内人均可再生淡水资源 32
图 60：中国国内人均可再生淡水资源不断下行 32
图 61：原材料、包装材料与仓储物流为农夫山泉成本主要组成部分 34
图 62：农夫山泉单位仓储物流开支持续降低 34
图 63：西藏水资源运输单价高于农夫山泉 34

表 1：瓶装水分类介绍及终端零售额占比 8
表 2：2019 年各国软饮料细分品类人均消费量 11
表 3：美国日本瓶装水发展模式的归纳与中国未来发展趋势的推测 17
表 4：美国各大传统零售巨头自有品牌瓶装水产品展示 18
表 5：中国瓶装水主要企业的信息概括 18
表 6：景田百岁山定位精准 24
表 7：农夫山泉、华润怡宝与其他赛道龙头企业的渠道对比 31
表 8：全国性及地方性水资源政策法规的颁布历史 33

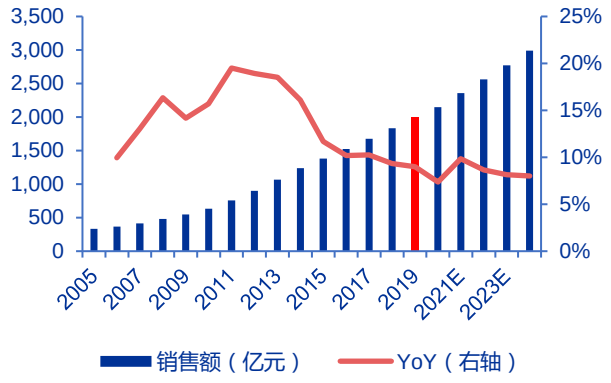
随着农夫山泉向港交所递交上市申请后，瓶装水行业及其参与者的发展得到市场广泛关注。但由于产品同质化的问题，无论是消费者还是投资者对于瓶装水的分类、品牌乃至整个行业知之甚少。本篇报告试图对行业历史、空间、格局、模式、营销、渠道、水源等各个方面进行分析，试图全方位展示行业的现状，分析未来发展趋势，供各位投资者参考。

1. 我国瓶装饮用水市场概况

1.1 市场规模：我国瓶装饮用水市场大、增速高

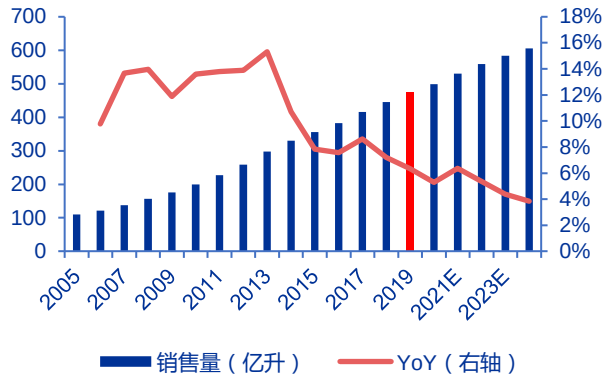
根据弗若斯特沙利文数据，2019 年瓶装水市场规模为 2,017 亿元，过去 5 年发展处于快车道，2014-19 年 CAGR 为 11%。另一方面，从欧睿国际的数据来看，2019 年我国瓶装水市场规模接近 2,000 亿元，与弗若斯特沙利文数据相似，2014-19 年 CAGR 为 10.08%。纵向观察，瓶装水行业销售额增速相较 2006-14 年的高增速有所回落，但仍处于高个位数增长阶段。根据欧睿国际预测，我国瓶装水市场未来五年复合增速高达 8.39%，2024 年行业规模有望达到 3,000 亿元。横向比较，瓶装水销售额在我国软饮料主要类别中占比最高，2019 年占比达到 35%；增速方面，2014-19 年我国软饮料市场规模复合增速 4.46%，瓶装水取得快于行业的增长，同时也是软饮料主要品类（瓶装水、汽水、果汁、茶）中唯一达到双位数增长的品类。

图 1：2019 年我国瓶装水市场规模接近 2,000 亿元



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

图 2：我国瓶装水销售量快速增长



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

图 3：我国瓶装水在软饮料品类中规模最大

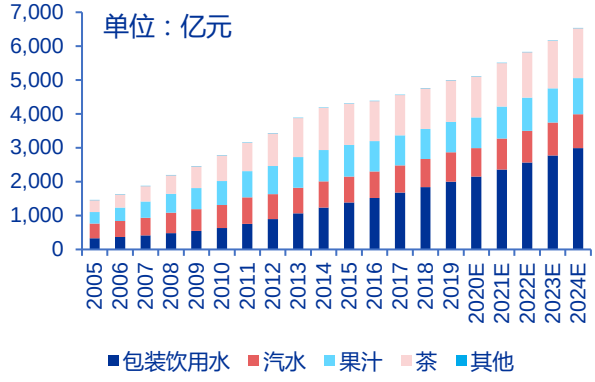
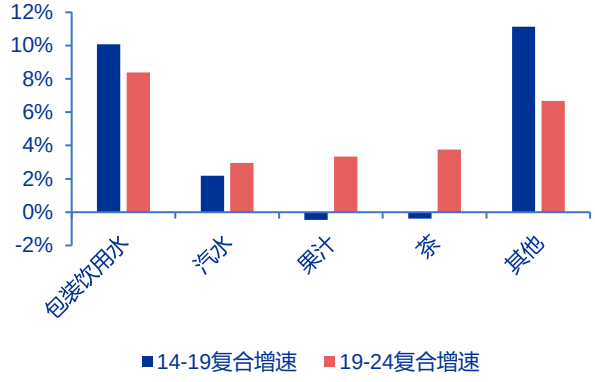


图 4：我国瓶装水行业规模增速领先软饮料全行业



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

品类结构上，按照来源划分，瓶装水可分为纯净水、天然水、天然矿泉水、和其他饮用水四个类别。单价方面，天然矿泉水较高端，均价 4.5 元/500ml 以上，富含天然物质，具备一定的营养价值 ;纯净水较低端 ,均价 1.5 元/500ml 左右 ,天然水价格介于两者之间。以终端零售额来看，2019 年纯净水、天然水、矿泉水占比分别为 60.4%、18.4%、7.5%，其中，天然水和矿泉水份额呈上升趋势。

表 1：瓶装水分类介绍及终端零售额占比

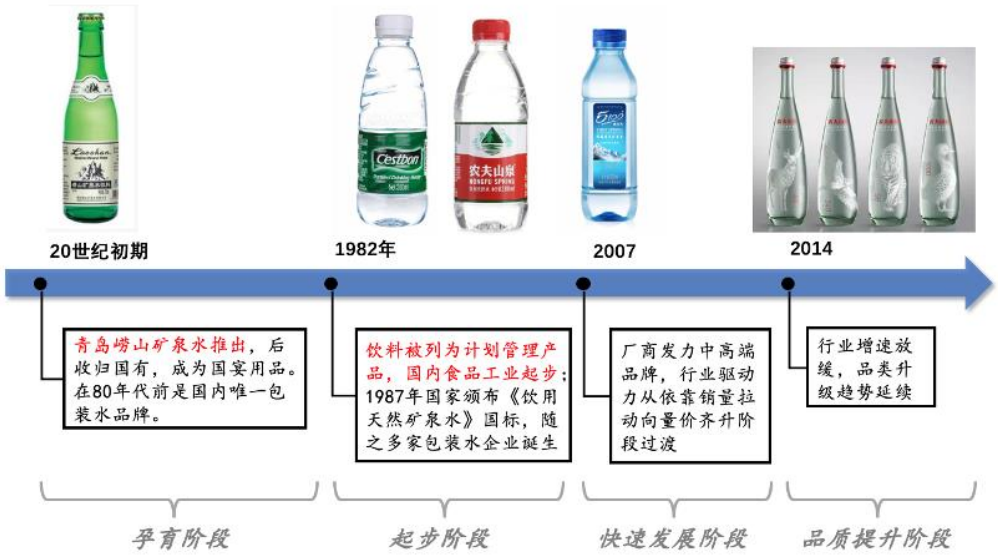
品类	水源	品类占比
天然水	源自于水井、山泉、水库、湖泊、高山冰川或地下(泉)水等	18.44%
天然矿泉水	地下深处自然涌出或经钻井采集，含有特定含量的矿物质或微量元素的水。	7.49%
饮用纯净水	来源于地表、地下或公共供水系统，其不含矿物质或微量元素	60.44%
其他饮用水	其他饮用水指除天然水、天然矿泉水、饮用纯净水之外，可以人工添加一定含量的矿物质的饮用水	13.63%

资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：按照终端规模以零售价计算）

1.2 历史复盘：从销量驱动，到量价齐升

我国瓶装饮用水历史可以追溯到 20 世纪 30 年代的崂山矿泉水，近百年发展历程中经历了孕育、起步、快速发展、品质提升四个阶段。具体来看：

图 5：我国瓶装水发展阶段



资料来源：申万宏源研究

孕育阶段（1930-1982）：1930 年，“崂山”矿泉水成为国内首款瓶装水产品。品牌在新中国成立后收归国有，一直到 80 年代都是本土唯一瓶装水品牌，年产量 1000 吨左右。**此阶段瓶装水品类主要为矿泉水，受包装加工技术原因所限，早期瓶装水产品多由玻璃瓶或铝罐包装，单一的种类与昂贵的价格限制了消费需求。**

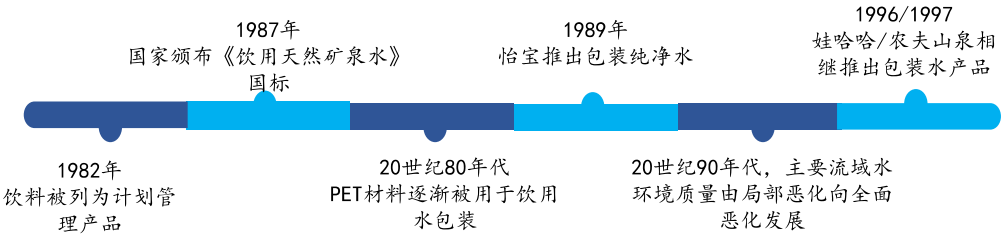
图 6：早期的矿泉水多由玻璃瓶包装，价格较高

资料来源：公司官网，申万宏源研究

起步阶段（1982-2007）：1982 年国家将饮料列为计划管理产品，我国饮料工业步入起步阶段。1987 年国家颁布《饮用天然矿泉水》国标，此后各地瓶装水品牌涌现，1989 年，中国第一瓶纯净水由怡宝推出；1992 年，前怡宝总经理周敬良自立门户，推出景田纯净水；娃哈哈与农夫山泉紧随其后，在 1996 年与 1997 年相继推出纯净水。

包装技术升级、供给品类扩增、需求爆发是本阶段发展的主要驱动因素。包装技术上，20 世纪 80 年代开始，PET 逐渐被用作瓶装水包装材料，大幅降低了包装与运输成本。供给上，瓶装水的种类不再囿于泉水品种，产品价格与便携性也随着包装更新迎来升级。需求方面，伴随着 90 年代后期自来水二次污染事故与改革开放带来的居民消费水平提升，消费者对方便且安全的饮用水产品需求得到刺激，行业起步发展。

图 7：20 世纪末瓶装水行业情况梳理

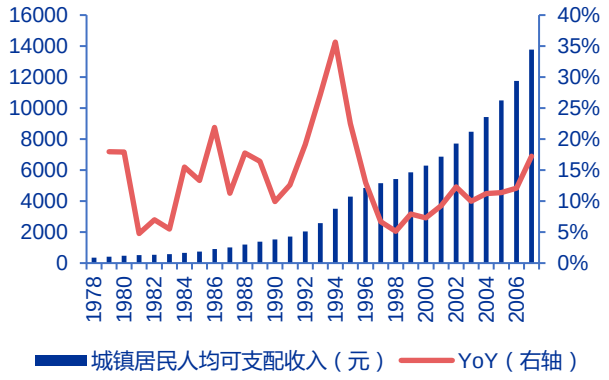


资料来源：公司官网，申万宏源研究

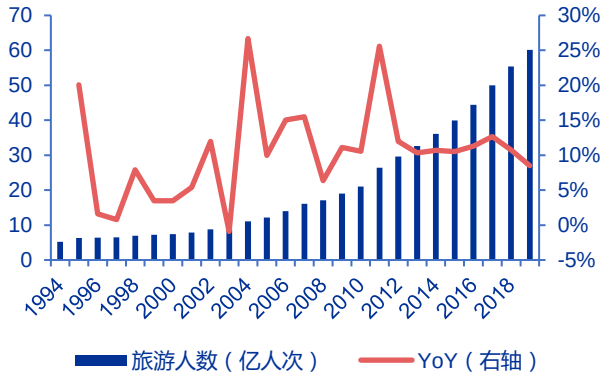
品类方面，受益于安全的品质与相对亲民的价格，纯净水逐渐替代矿泉水成为瓶装水主流；量价方面，这一阶段瓶装水市场增长由产品放量驱动。根据欧睿国际数据，2005-2007 年瓶装水销售额累计增长 24.31%，其中销量与均价分别累计变动+24.78%与- 0.38%。销量快速增长主要受益于：1）水安全事件频发，消费者因追求安全而选择纯净水；2）居民消费水平提升，旅游人数快速增长，游客人手一瓶水成为时尚。因此瓶装水在全国迅速普及。

图 8：1978-2007 城镇居民可支配收入快速增长

图 9：2002 年起我国旅游人数快速增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

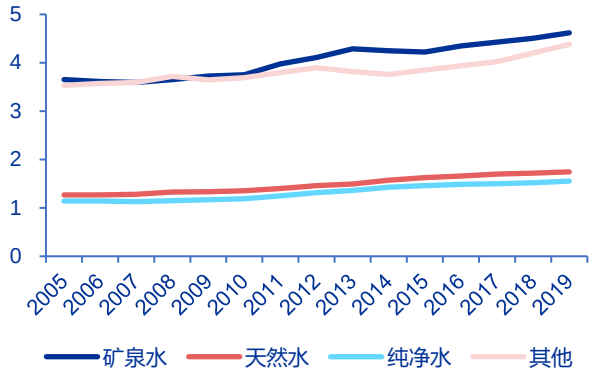


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

快速发展阶段（2007-2014）：品类上看，随着消费者健康意识的提高，拥有健康功效的**天然水与天然矿泉水重新崛起，在整体行业扩容的背景下，两者销量占比开始提升**；各大厂商也逐步开始发力中高端品牌。2005 年，西藏 5100 问世，成为伴随消费者铁路出行的明星品牌；2010 年，昆仑山雪山矿泉水上市，突出“高海拔，零污染”属性。**量价方面，此阶段行业从单纯的放量驱动向量价齐升驱动过渡，**主要原因在于：1）居民消费水平持续提高，旅游人数快速上升的宏观基本面没有改变，瓶装水产品继续放量增长；2）产品升级推动均价提升。

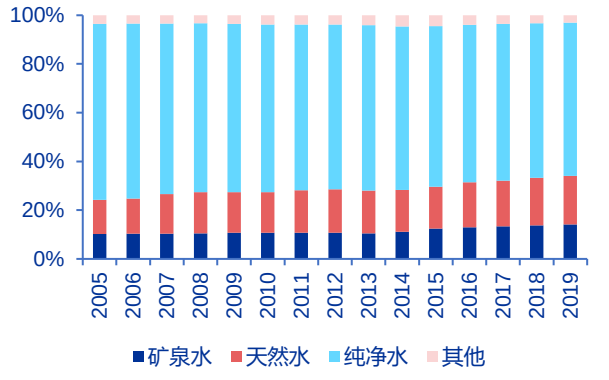
品质提升阶段（2015-至今）：2015 年至今，瓶装水销量增速降档，均价提升稳健。产品方面，品类升级与均价提升的趋势继续延续，厂商在包装、功能与健康特性上展开更激烈竞争。2015 年，农夫山泉推出高端矿泉水；2017 年，百岁山推出“本来旺”。渠道方面，电商与便利店崛起，根据欧睿国际，2014 与 2019 年电商销售额占比分别为 1.9%与 5%，便利店销售占比分别为 4.2%与 5.3%，其中 2007 年便利店占比不足 3%。**尽管增速放缓，产品升级+量价齐升的逻辑仍得到延续。**

图 10：矿泉水与天然水的均价较高（元/500ml）



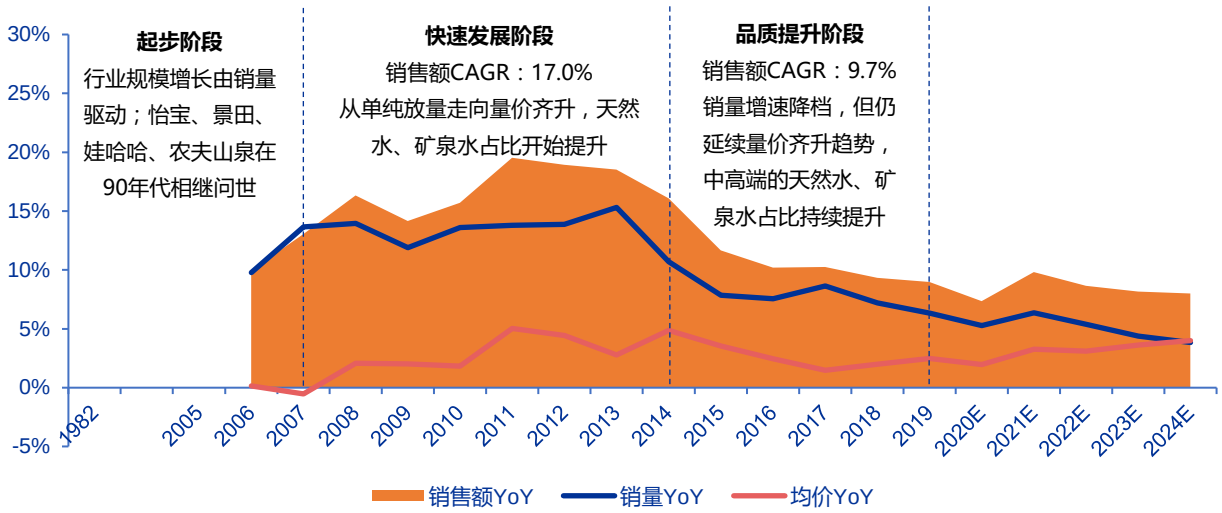
资料来源：欧睿国际，申万宏源研究（注：天然水均价看似与纯净水近似，但两者相差幅度约为 12%）

图 11：07 年起天然水与矿泉水销量占比逐渐提升



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

图 12：瓶装水市场规模的量价贡献历史趋势



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

1.3 增长逻辑：量价趋势长期稳定，瓶装水市场空间广阔

我们认为行业将延续量价齐升的趋势。1）销量：健康意识与锻炼习惯强化，消费场景与消费人群多元化，不断释放新需求；**2）均价：**1 元水被替代趋势持续，促进均价提升。

量增逻辑：健康意识与锻炼习惯的强化，瓶装水与无糖饮料将获得消费者偏好。

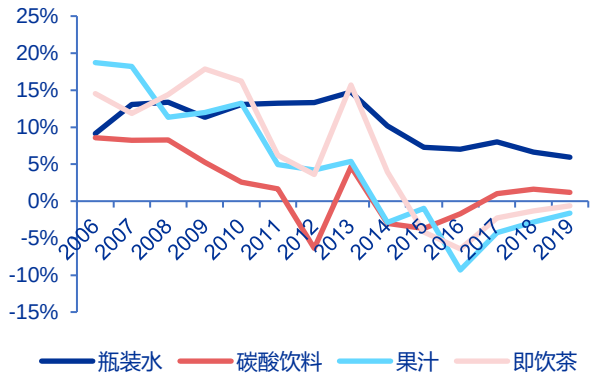
对标海外市场，中国人均瓶装水消费量未见顶。2019 年，中国人均瓶装水消费量为 34 升，低于美国与英国，基本持平日本。但是，这并不代表中国瓶装水人均消费量的增长空间已经见顶。首先，从整体人均软饮料消费量来看，中国 2019 年人均 62 升的水平远低于其他三个发达国家，具备可观的提升空间。中国与日本的差异主要体现在品类结构上，日本碳酸饮料、果汁、即饮咖啡与即饮茶的人均量远高于中国。其次，从各品类人均消费量的历史增速可以发现，自 2013 年起，中国人均软饮料消费量的驱动力主要来自于瓶装水。那未来中国人均软饮料消费量的驱动力是否仍是瓶装水？我们认为，随着健康意识与锻炼习惯的愈发强化，预计瓶装水或无糖饮料的需求增长将快于含糖软饮料。因此，从人均维度看，中国瓶装水消费量有望在短期内突破日本人均水平。

表 2：2019 年各国软饮料细分品类人均消费量

2019 年；L/人	中国	日本	美国	英国
软饮料	62.1	182.0	361.4	175.3
瓶装水	34.0	36.9	133.6	49.9
碳酸饮料	7.4	31.1	143.8	81.2
果汁	7.2	18.1	38.6	26.1
即饮咖啡	0.3	24.8	2.1	0.3
即饮茶	10.3	53.7	17.6	0.5
能量饮料	1.6	3.7	8.5	9.2
运动饮料	1.1	10.0	17.1	2.1
其他	0.3	3.7	0.1	6.0

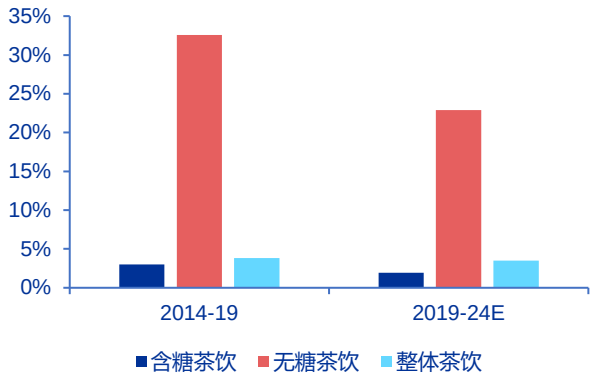
资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

图 13：我国主要软饮料品类人均销量增速历史



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

图 14：无糖饮料零售额预计增速快于含糖饮料



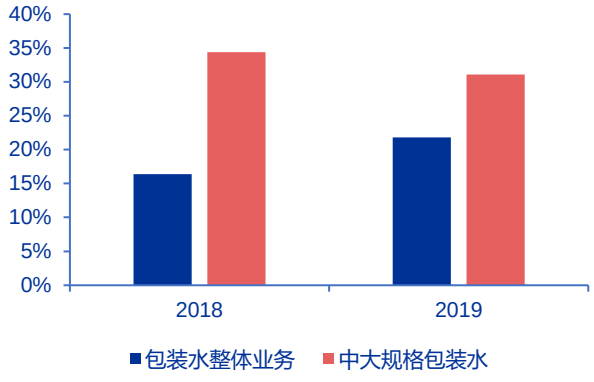
资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

量增逻辑：使用场景多样化，创造更多消费需求。

大规格创造新场景，功能化针对新群体。一方面，企业利用大规格产品扩展煮饭、做菜、泡茶等家庭用水场景，替代家庭自来水使用量。广告宣传也在以往一贯强调水的来源中加入水的去处（用途），譬如凸出瓶装水在烹饪中的角色。其中农夫山泉推出的中大规格产品（1.5L 至 12L）发展较好，收入增速高于公司瓶装水业务整体水平。另一方面，针对特定人群如母婴、儿童及老人开发功能型瓶装水，譬如农夫山泉 2015 年推出适合婴幼儿矿物含量的天然水、2019 年推出适合老人的“锂水”。我们预计企业将继续通过供给创造更多需求。

旅游文娱行业稳定发展，景区娱乐场所需求稳步提升。据国家统计局数据，2019 年我国旅游人次达到 60.1 亿，同比上升 8.5%；A 级景区数量由 2010 年 4,521 家增至 2018 年 11,924 家。旅游或景区游玩过程中，瓶装水由于其便捷性往往成为消费者首选。此外，影院、KTV 等娱乐场所数量稳步上升，为瓶装水提供更多消费场景。

图 15：农夫山泉中大规格瓶装水收入增速更快



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：农夫山泉宣传片《忘不了的味道》

资料来源：公司官网，申万宏源研究

价格增长逻辑：我国瓶装水正经历从 1 元水至 2 元水再至高端水的价格带跃升。

上线市场 2 元水终端推力强，下线市场 1 元水或被部分替代。根据欧睿国际，我国瓶装水销售均价已从 2005 年的 1.5 元/500ml 提升至 2018 年的 2.06 元/500ml，但均价较

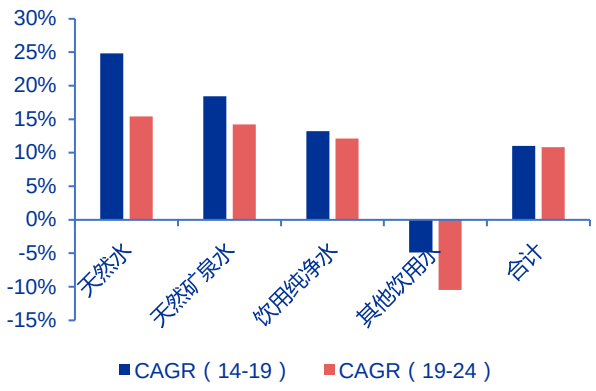
低的纯净仍占据瓶装水行业主要份额。中长期来看，2 元水替代 1 元水的趋势有望延续。一方面，农夫山泉与怡宝为代表的 2 元水，无论从终端的毛利绝对额或是毛利率来看，都要高出以娃哈哈为代表的 1 元水，且在上线市场的动销情况良好，因此预计上线市场的终端推力将集中在 2 元水。此外，随着农夫山泉与怡宝等 2 元水企业下沉至乡镇市场，或将替代部分娃哈哈、康师傅在乡镇的市场份额。另一方面，随着人们消费水平的提高与对健康生活的追求，溢价较高的矿泉水与天然水品类将继续保持较高增长。根据弗若斯特沙利文，预计 2019 年至 2024 年中高端的天然水与矿泉水销售额 CAGR 将持续快于纯净水。产品结构升级有望推动瓶装水价格带进一步上探。

图 17：1 至 3 元水终端毛利与毛利率

终端零售价（元）	品牌	终端进价（元/箱）	单瓶（元）	毛利（元）	毛利率
1.0	娃哈哈	16-17	0.7	0.3	31%
2.0	农夫山泉	26-27	1.1	0.9	45%
2.0	华润怡宝	28-29	1.2	0.8	41%
3.0	百岁山	45	1.9	1.1	38%

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究（注：一箱 24 瓶，不包含促销活动，毛利含税）

图 18：天然水与矿泉水销售额增速预计快于纯净水



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

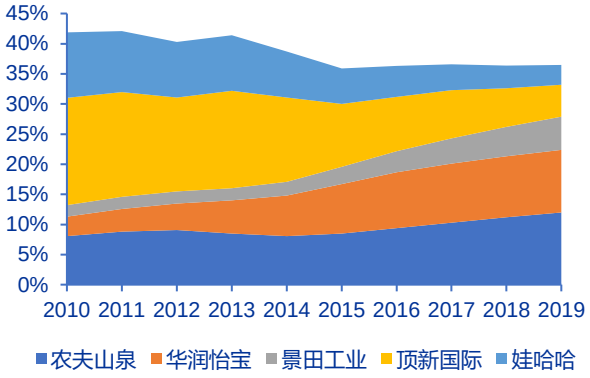
2. 我国瓶装水市场竞争格局

2.1 整体格局：品类变迁伴随头部更迭

注：欧睿国际披露的各企业市场份额与农夫山泉招股说明书有所出入，因此当前行业格局参考农夫山泉招股说明书；行业格局的历史变化趋势参考欧睿国际。

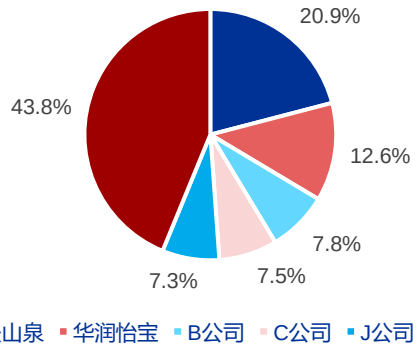
伴随产品迭代升级，行业龙头易位。根据农夫山泉招股说明书及渠道反馈，2019 年瓶装水 CR5 达到 56.2%，其中龙头企业农夫山泉占比达 20.9%，行业第二名为华润怡宝，市场份额为 13%。从欧睿的历史数据来看，农夫山泉与华润怡宝的份额提升主要来源于对康师傅及娃哈哈的份额取代，而衰败的原因在于未及时布局中高端价格带产品。20 世纪 90 年代，怡宝、娃哈哈、农夫山泉等主要企业推出纯净水产品，其中怡宝立足广东，农夫山泉向江浙沪渗透，娃哈哈与康师傅则凭借全国化渠道布局稳居市场龙头。2000 年起，依靠产品端升级至天然水与渠道端发力全国一二线市场，农夫山泉逐渐崛起成为行业龙头；2007 年怡宝则通过全国化迅速抢占份额。期间，康师傅与统一的竞争促使其渠道下沉，而娃哈哈采取“农村包围城市”策略，两者以 1 元价格带抢占乡镇市场。但随着城镇化的推进，两者瓶装水业务并未顺应消费升级的趋势，加之包装的设计与质量逊于农夫山泉与华润怡宝，因而逐渐淡出上线市场。

图 19：瓶装水头部企业份额历史变化趋势



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究（注：康师傅为顶新国际品牌）

图 20：2019 年农夫山泉瓶装水市场份额



资料来源：公司公告，渠道反馈，申万宏源研究（注：按终端零售额；农夫山泉招股说明书未披露公司以外的企业名字，但从渠道反馈及欧睿国际排序来看，判断第二名为华润怡宝）

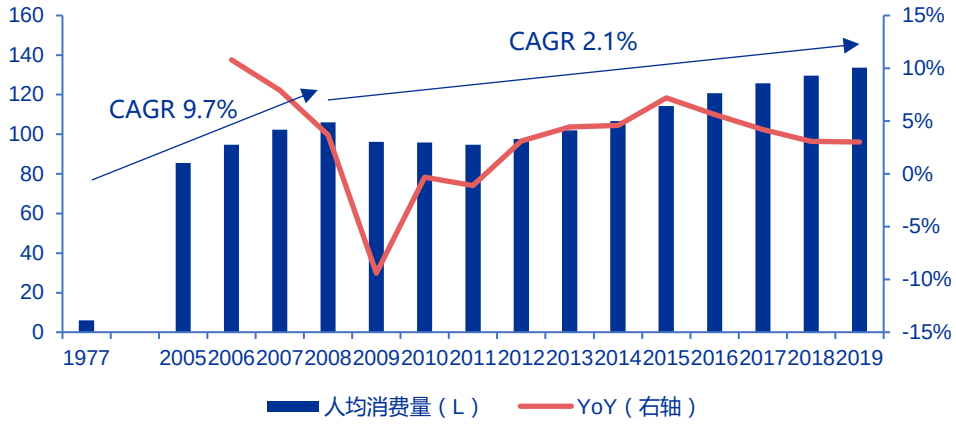
2.2 他山之石：瓶装水市场格局的美国模式与日本模式

综合国际主要国家情况，瓶装水行业格局有两种模式，1）美国模式：天然水与纯净水品类主导，自有品牌（private label）崛起稀释行业集中度；2）日本模式：行业高度集中，矿泉水品类占主要份额。自有品牌是指零售商推出的瓶装水品牌，如沃尔玛、屈臣氏、特易购都推出了自己的瓶装水产品，其优势在于可借助自家零售渠道铺货销售。

1）美国模式：纯净水/天然水品类主导，自有品牌崛起稀释行业集中度。

美国瓶装水发展历史两百年有余，大致经过四个阶段：**1）起步期：**18 世纪中后期，将矿泉水装瓶出售的生意模式由欧洲传入美国。早期瓶装水由玻璃包装，伴随装瓶技术的发展与玻璃成本的降低，瓶装水逐步普及。同时，伤寒与霍乱疫情的爆发助力瓶装水以健康卫生的产品形象进一步推广，瓶装水市场初具规模。**2）调整期：**20 世纪初，随着氯化消毒与城市自来水管道建设，同样健康安全的自来水为消费者提供新选择。由于成本劣势，瓶装水在与自来水的竞争中逐渐落伍。**3）快速发展期：**20 世纪中后期，城市供水管道老化与水污染引发人们对自来水质量的担忧。巴黎水（Perrier）、可口与百事等企业通过营销宣传，重新树立了瓶装水时尚、健康的形象，同期 PET 材料问世，瓶装水成本进一步降低。人均瓶装水消费量由 1977 年的 6 升提升至 2008 年的 106 升，期间 CAGR 为 9.7%，瓶装水的渗透持续加深。**4）平稳增长期：**21 世纪至今，随着净水设备的发展，自来水与瓶装水的战争逐渐白热化，而 PET 材料对环境的弊端导致部分地方政府限制瓶装水使用，瓶装水市场增速放缓。人均饮用量从 2008 年 106 升平稳增长至 2019 年 133.6 升，期间 CAGR 仅为 2.1%。

图 21：美国瓶装水销量历史增速

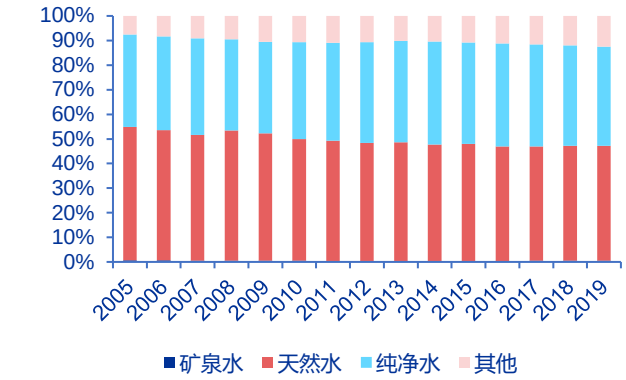


资料来源：欧睿国际，NPR，申万宏源研究

天然水与纯净水是美国瓶装水主流品类，近年功能性饮用水与风味饮用水占比提升。从销量维度来看，2019 年美国瓶装水行业中，纯净水、天然水的占比合计达 87%，矿泉水占比可忽略不计。其他品类主要为功能水、风味水、气泡水，其销量占比逐年提升，由 2005 年 7.6%提升至 2019 年 12.4%。

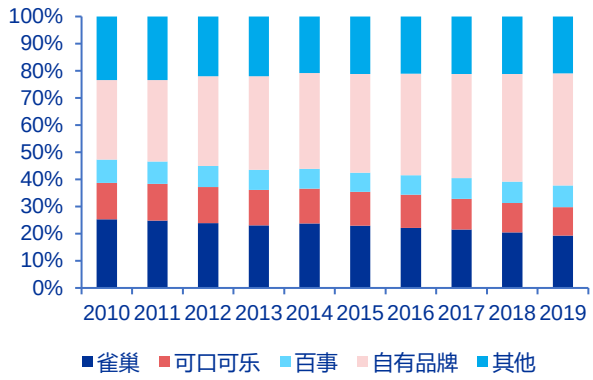
美国瓶装水行业格局分散，自有品牌份额显著。根据欧睿国际数据，美国瓶装水行业 CR3 按销量的集中度由 2010 年的 47%下降至 2019 年 38%。相反，零售商的自有品牌瓶装水的份额由 2010 年的 29%提升至 41%。

图 22：美国瓶装水以天然水、纯净水为主



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究（注：根据销量）

图 23：美国自有品牌瓶装水逐步抢占头部企业份额



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究（注：按零售量）

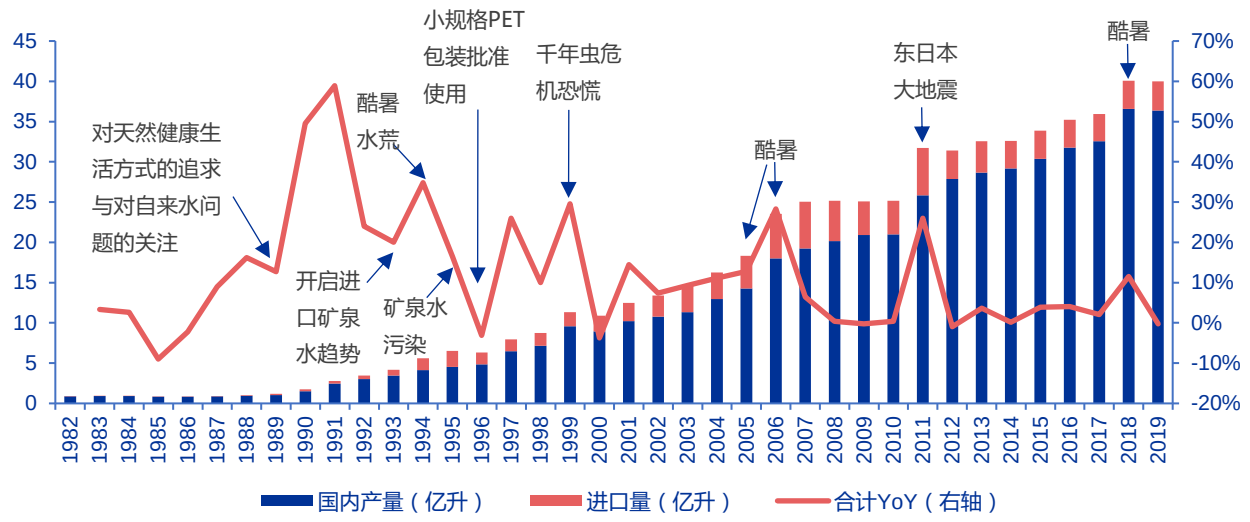
我们认为：在这种市场格局下，自有品牌凭借渠道优势快速增长，对低价领域造成冲击。同期龙头品牌通过高端化战略差异竞争，维持龙头地位。在自有品牌的冲击下，行业格局分散。站在更长期维度，零售商推出的自有品牌可能成为新龙头，重新划分市场份额，行业集中度或重新提升。

2）日本模式：矿泉水品类占主要份额，行业高度集中

事件催化应急“囤水”，带动需求量跃升。从推动力划分，日本瓶装水发展大致存在三个阶段：**1）20 世纪 70 年代至 90 年代：**居民收入迅速提升，健康意识的觉醒以及对自来水安全的担忧，瓶装水行业迎来第一次爆发，从矿泉水来看，生产量与进口量从 1986 年的 0.82 亿升提升至 1998 年 8.74 亿升，十年间增长近 10 倍；**2）20 世纪 90 年代末至**

2006 年：囤水防灾成为新需要。每轮的夏季酷暑与危机恐慌都引起同年矿泉水产量与进口量的增长加速，其中 1999 年矿泉水销量增长 30%。瓶装水抗灾需求初步体现。**3）2006 年至今：**整体增速放缓，行业受事件驱动，呈现阶段性跨越增长。2006 年至 2010 年瓶装水增速逐年放缓，回落至个位数。2011 年受“311 地震”影响，由于水质污染与抗灾需要，瓶装水行业迎来新爆发，同年矿泉水产量与进口量同比增长近 26%。随后十年间增长重新放缓。**总结来看，生活用水问题与健康意识提升是开启瓶装水行业高速增长的催化剂；在增速趋缓阶段，自然气候与灾难将阶段性刺激消费与囤水的需求。**

图 24：日本矿泉水产量与进口量趋势



资料来源：日本财务省贸易统计，申万宏源研究

日本瓶装水品类以矿泉水为主，历年销量比重稳定。自 20 世纪 70 年代推出以来，以矿泉水为代表的瓶装水在日本逐渐渗透。从品类结构看，矿泉水始终是日本瓶装水的主流产品，销量比重始终保持在 55%至 60%区间。根据三得利 2019 年调查，60%的受访者认为矿泉水是生活必需品。矿泉水的消费观念已经深入人心。

日本行业集中度高，份额持续向头部集中，自有品牌占比微小。日本瓶装水的行业格局与美国截然相反。CR3 由 2011 年的 45%略微提升至 2019 年的 49%，并未受到自由品牌的冲击，整体行业格局基本稳定。

图 25：日本矿泉水销量占比稳定

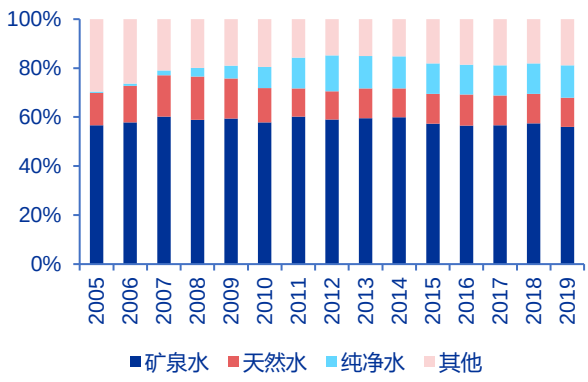
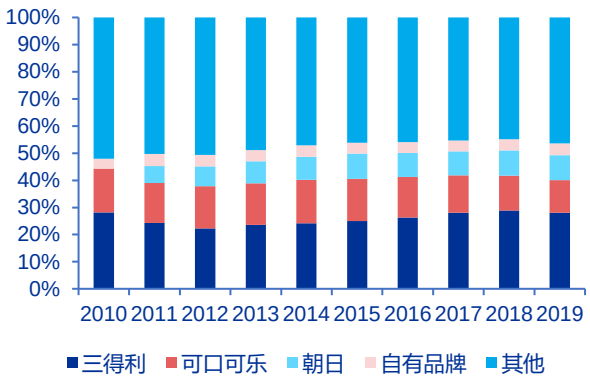


图 26：日本瓶装水市场高度集中，自有品牌占比小



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究

资料来源：欧睿国际，申万宏源研究（注：零售销量口径；朝日 2011 年进入瓶装水业务）

2.3 国内趋势：向高集中度的日本模式靠拢

中国瓶装水行业趋势向哪个模式发展？我们认为，1）品类结构上，随着消费升级、健康意识提升，纯净水份额将进一步稀释；2）行业格局上，市场份额继续向头部集中，并不会出现美国模式中自有品牌抢夺头部份额的局面。**因此，中国的发展趋势将更倾向于日本模式。**

表 3：美国日本瓶装水发展模式的归纳与中国未来发展趋势的推测

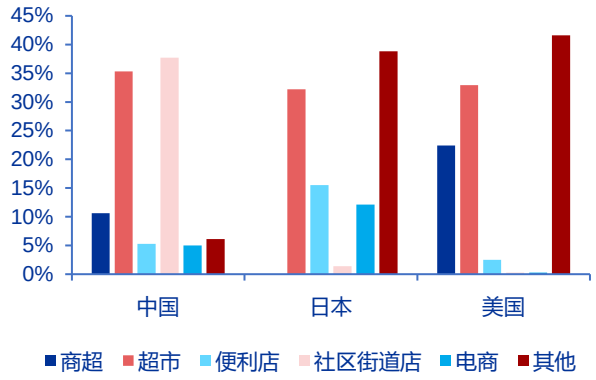
2019 年	美国模式	日本模式	中国模式	中国未来趋势推测	备注
品类结构	矿泉水：0.5% 天然水：46.7% 纯净水：40.4% 其他：12.4%	矿泉水：56.0% 天然水：11.9% 纯净水：13.2% 其他：18.9%	矿泉水：14.1% 天然水：20.0% 纯净水：62.9% 其他：3.0%	矿泉水与天然水占比进一步提升，稀释纯净水占比	此处矿泉水、天然水、纯净水为不含气泡的静水 Still Water；其他品类包括含有气泡的纯净水、天然水、矿泉水及功能水与风味水
行业格局	CR3：38% 自有品牌：41% 自有品牌不断稀释 CR3 份额	CR3：49% 自有品牌：4% 自有品牌对 CR3 份额影响不大	CR3：41.4% CR5：56.2%	头部企业份额继续提升，零售商自有品牌稀释行业集中度的概率较小	

资料来源：欧睿国际，弗若斯特沙利文，申万宏源研究（注：美国与日本模式的格局为销量口径，数据来自欧睿国际；中国模式的格局为终端零售额口径，数据来自弗若斯特沙利文）

我国瓶装水品类结构或将介于美日两种模式之间，结构将更加平衡。品类结构受到消费者口味、资源禀赋、发展历史等多种因素共同影响。日本由于板块活动活跃，矿泉水资源较丰富，如山梨县、静冈县等地都是重要矿泉水产区。日本消费者对口味有高追求，根据三得利水务调查，46.5%的消费者由于“美味”订购矿泉水，因此矿泉水在日本始终占据主流位置。我国瓶装水产品结构介于美国与日本之间，目前纯净水占主导地位，但如 1.3 章节提到，通过龙头企业的渠道下沉，将替代部分下线市场的纯净水份额。叠加农夫山泉与百岁山的营销，预计未来天然水与矿泉水的份额将进一步提升，整体产品结构将趋向均衡。

从渠道结构与零售行业格局两个维度看，美国模式中零售企业自有品牌崛起的局面并不适用于中国瓶装水行业。首先，从渠道结构来看，美国瓶装水的销售渠道主要集中于商超与超市等现代流通渠道，而中国瓶装水在传统流通门店的比重同样显著。其次，从零售行业格局来看，美国前 6 大企业仅亚马逊一家电商，其余皆为具有庞大实体门店网络的传统零售巨头。因此，在瓶装水渠道结构与零售格局相契合的背景下，美国零售企业对瓶装水供应商具有更强的掌控力，通过代加工创造自有品牌，利用自有门店进行销售，实现渠道扁平化，以低价冲击瓶装水龙头企业。因此，自有品牌在美国瓶装水的市场份额得以水涨船高。相反，中国零售业前 6 大企业基本以电商平台为主，而瓶装水通过电商渠道的销量占比极低，两个要素并不吻合。所以，我们认为零售企业自有品牌模式在中国瓶装水行业难成气候，并不会稀释瓶装水头部企业的份额。

图 27：中日美瓶装水渠道结构差异较大



资料来源：欧睿国际，申万宏源研究（注：非即饮销量口径）

图 28：中日美零售巨头种类各不相同

中国	份额	美国	份额	日本	份额
阿里巴巴	12%	沃尔玛	12%	永旺	7%
京东	8%	亚马逊	6%	7&I	5%
苏宁	2%	CVS	4%	亚马逊	3%
拼多多	2%	克罗格	3%	全家	2%
唯品会	1%	沃尔格林	3%	罗森	2%
华润	1%	开市客	3%	乐天	2%

资料来源：欧睿国际，申万宏源研究（注：根据剔除消费税后的零售额）

表 4：美国各大传统零售巨头自有品牌瓶装水产品展示

零售商	沃尔玛（含山姆会员）	克罗格	开市客	塔吉特
美国门店数量（家）	5,352	2,757	453	1900
自有品牌瓶装水	Clear American	Kroger	Kirkland	Good & Gather
产品				
品类	气泡风味水	纯净水	纯净水	气泡风味水
规格	33.8 fl oz（1L）	16.9 fl oz（0.5L）	16.9 fl oz（0.5L）	33.8 fl oz（1L）
单价（$）	0.67	0.23	0.20	1.29
均价（$/500ml）	0.34	0.23	0.20	0.65
同品类行业均价-欧睿（$/500ml）	0.81	0.34	0.34	0.81

资料来源：公司官网，公司公告，欧睿国际，申万宏源研究（注：矿泉水（静水）较少，其他品类比较普遍；纯净水为箱价折算单价；门店数量为 2019 年数据）

3. 我国瓶装水主要企业概览

行业内企业可以分为传统瓶装水制造商与新晋跨行业龙头两类。前者以农夫山泉、华润怡宝、娃哈哈、康师傅为代表，后者主要包括伊利等企业。

表 5：中国瓶装水主要企业的信息概括

公司	品类	品牌	价格带	规格	零售价	生产基地	经销商	渠道深度	终端数量
农夫山泉	天然水	农夫山泉	中端	550ml	2 元	十大水源生产基地：黑龙江、吉林、河北、湖北、浙江、广东、贵州、四川、陕西、新疆	4,280 名	县级市场	237 万
	矿泉水	农夫山泉	中高端	535ml	3.5 元				
华润怡宝	纯净水	怡宝	中端	555ml	2 元	9 家自有工厂、32 家 OEM 工厂	约 1,500	县级市场	2017 年 170 万
	矿泉水	加林山	中高端	500ml					

						名			
景田食品	纯净水 矿泉水 矿泉水	景田 百岁山 本来旺	中端 中高端 高端	560ml 570ml 348ml	2.5 元 3 元 20 元	广东惠州百岁山、广东从化鳌头、江西宜春宜丰、浙江宁波余姚		上线市场	
康师傅	纯净水 纯净水 矿泉水	康师傅瓶装水 优悦 涵养泉	大众端 中端 中高端	550ml 550ml 550ml	1.0-1.5 元 2 元 3.5 元	涵养泉基地位于四川乐山、安徽黄山、吉林长白山	36,186 名	乡镇市场	18.5 万直营零售商
娃哈哈	纯净水	娃哈哈	大众端	596ml	1.0-1.5 元	除纯净水外，娃哈哈在长白山亦有布局		乡镇市场	
西藏水资源	天然水 矿泉水 矿泉水	易捷卓玛泉 格桑泉 西藏 5100	中端 中高端 高端	500ml 500ml 500ml	3.5 元 8 元	西藏唐古拉山、西藏琼结县、西藏曲玛弄		以团购、特通为主	
伊利	矿泉水	伊刻活泉	中端	520ml	3.5 元	阿尔山、长白山	12,304 名	矿泉水业务定位一二线城市	

资料来源：公司公告，渠道反馈，申万宏源研究

3.1 农夫山泉：业绩增长亮眼，围绕品牌渠道水源打造优势

1997 年 9 月 农夫山泉的前身新安江养生堂饮用水在千岛湖畔成立 ,主营生产瓶装水。借助世界杯与奥运宣传，公司知名度跃升，2002 年入选中国消费品市场最受欢迎的六大品牌之一。公司自 2000 年 4 月起停止纯净水生产，转向生产包装天然水，2003 年起开始布局果汁等软饮品类。历经 20 余年发展，农夫山泉已成长为横跨瓶装水、茶类饮料、功能饮料等多领域龙头企业，产能布局全国 11 个省市，拥有 137 条自动化生产线，公司也是中国饮料工业“十强“企业之一，2012 年至 2019 年，农夫山泉连续八年保持中国瓶装水行业第一地位。

2017 至 19 年公司收入稳健增长，盈利能力保持稳定。19 年公司总收入 240.2 亿元，三年收入复合增速 17%，其中瓶装水业务 143.5 亿，总收入占比 59.7%。公司不断推出新品扩大瓶装水饮用场景，创造瓶装水业务增长点。利润方面，农夫山泉盈利能力行业领先，19 年公司净利润 49 亿，净利率 20.6%，高于全国 9.6%的平均盈利水平。

图 29：农夫山泉收入增长稳健，饮用水占比最高

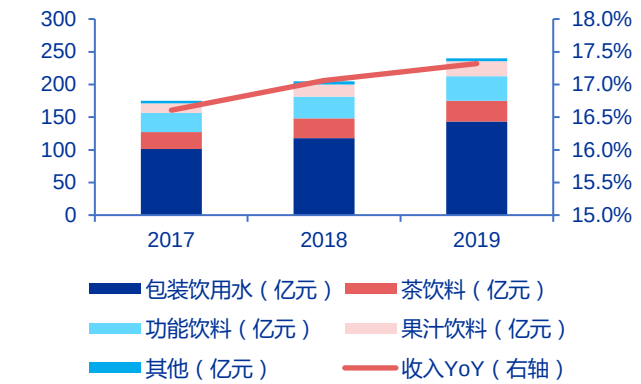
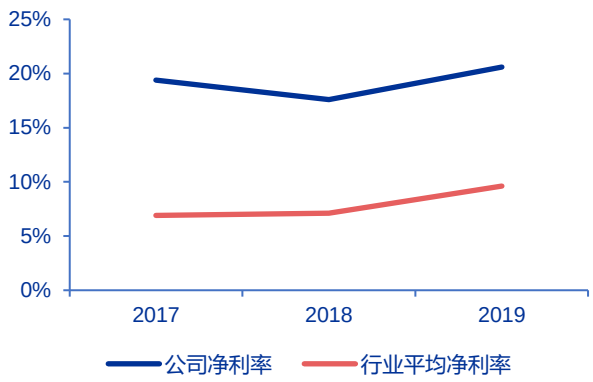


图 30：农夫山泉盈利能力行业领先



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

公司产品经历从低端到高端，从大众品到差异化的发展路程。1999 年公司推出饮用天然水产品，目前零售价 2 元/550ml，主打中端市场；2015 年起，公司向中高端领域发力，相继推出天然矿泉水（运动瓶盖）、饮用天然水（适合婴幼儿）、天然矿泉水（玻璃瓶）等品类，其中天然矿泉水（玻璃瓶）建议零售价达到 45 元/750ml。2019 年，公司推出天然矿泉水（含锂型），关注脑健康领域，进军中老年消费市场。

我们认为，农夫山泉的竞争优势集中在品牌塑造、水源控制与渠道分销三个维度：

1）坚持“天然，健康”的产品理念，拥有强大品牌宣传能力。产品方面，公司坚持使用优质原料，瓶装水全部源自优质天然水源。营销方面，公司通过多样化的营销手段向消费者传递品牌精神和主张：**1）广告**： “农夫山泉，有点甜”与“我们只是大自然的搬运工”相继成为消费者耳熟能详的广告词；**2）明星合作**：公司“茶 π”系列产品通过邀请知名乐队代言，产品推出当年收益超过 16 亿元；**3）**公司通过与网易云音乐、故宫等公司机构合作，通过推出“乐瓶”、“故宫瓶”打造热点，引发追捧。

图 31：农夫山泉经典广告深入人心

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 32：农夫山泉”故宫瓶”引发追捧

资料来源：公司官网，申万宏源研究

2）水源方面，公司优质水源地广泛，一方面把握上游优质水资源，一方面服务各地市场，减少运输成本。农夫山泉在全国各地布局 10 处优质水源地，水量充足，生态环境适宜。公司长期跟踪检测水质安全，保证产品天然、安全特性。由于瓶装水行业工厂多建设在水源地附近，公司生产基地也依傍水源建设，在华东、华中、华南、华北、西北等地均安排产能，生产靠近消费市场，减少运输成本。

3）公司渠道深度下沉，同时积极开拓新渠道。截至 19 年末，公司与 4,280 名经销商合作，覆盖全国各省市及县级行政区域 237 万个以上的终端零售网点，其中 187 万网店位于三线及三线以下城市，拥有广而深的渠道体系。同时农夫山泉在积极探索以自动贩卖机为代表的新零售渠道，在全国 300 多个城市投放 60,000 台自动售贩机，进一步拓展渠道触及范围。

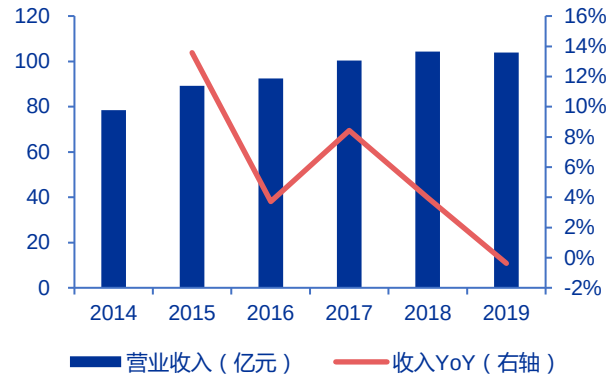
3.2 华润怡宝：成本改善推动盈利上行，饮用水系列亟待新品

1984 年，华润怡宝前身中国龙环饮料有限公司在深圳成立；1989 年，怡宝在国内率先推出纯净水，成为中国最早生产销售瓶装水企业之一。2007 年，怡宝启动“西进、北伐、东扩”全国性品牌发展战略，营业额在 2015 年突破百亿。目前公司拥有包含饮用水业务在内的 29 个 SKU，旗下拥有“怡寶”、“午后奶茶”、“火咖”、“魔力”、“蜜水柠檬”与“小主菌”等多个著名品牌。

产品方面，近年来公司产品拓展战略以宽品类为主，饮用水方面进展缓慢。“怡宝”是 2 元价位（555ml）纯净水代表品牌，10 年公司收购广东本土品牌“加林山”，但直到 14 年才推出“加林山”矿泉水进入矿泉水行业。加林山在四年期间逐步丧失本土渠道优势，重新推出后也未能如期打开全国市场。

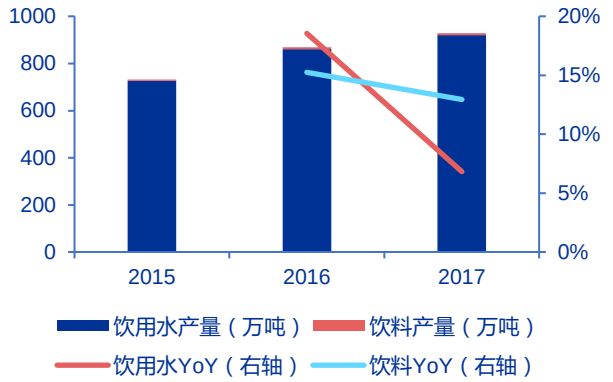
财务方面，公司整体收入放缓，盈利能力稳定提升。据华润披露的《社会责任报告》，2019 年怡宝实现营业收入 103.96 亿元，同比下滑-0.4%，较 2018 年进一步放缓；利润总额 8.63 亿元，利润率为 8.3%，较往年有所提升。公司主要收入来自于饮用水业务，下滑主要受到销量放缓拖累。从产量来看，2017 年饮用水产量占比达 99%，但增长逐渐乏力，17 年产量增速同比放缓 11.8pct 至 6.8%，推测 2018-19 年饮用水产量增长有限。另一方面，公司不断加强运营效率，譬如 17 年饮用水制造费用下降 6%，对利润率提升产生部分贡献。

图 33：华润怡宝营收增速降档



资料来源：公司公告，申万宏源研究

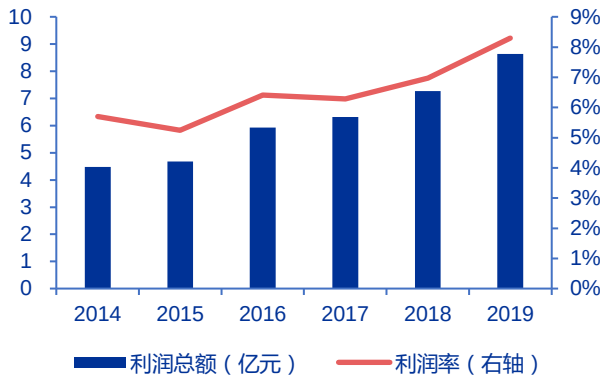
图 34：17 年怡宝收入下滑主要源于饮用水增速放缓



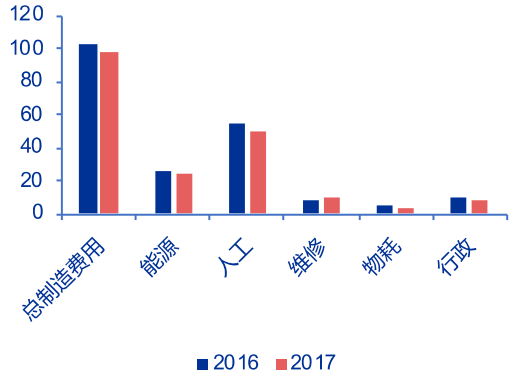
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：华润怡宝利润率稳健提升

图 36：公司饮用水生产线成本控制取得成效（万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

类似于农夫山泉，我们认为公司的竞争优势在产能布局、渠道渗透与营销三个方面：

1）产能方面：公司通过自有工厂+合作 OEM 工厂的模式将产能布局全国。截至 19 年末，公司拥有 9 个自有工厂与 32 个 OEM 工厂，有助于企业降低运输成本，从而为公司获取竞争优势。

图 37：2018 年末华润工厂分布全国

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2）渠道方面：公司着手建立完善的全国渠道网络。2017 年华润怡宝覆盖终端网点数超过 170 万个，网点覆盖全国，支撑产品市占率提升；2018 年公司终端数量增速超 10%，扩张较为迅速。

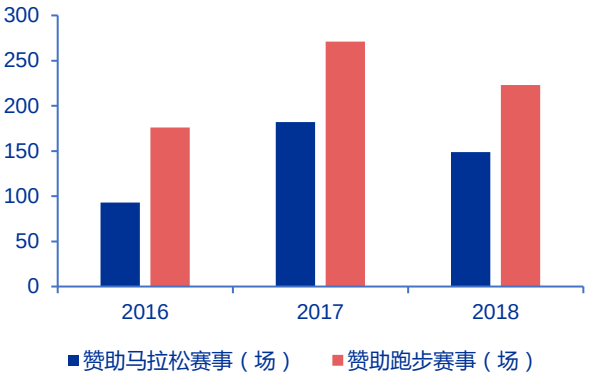
3）营销方面：公司多管齐下，活跃在广告宣传、体育赞助、社会活动等多维度。广告宣传方面，90 年代末期，公司便开始用“你我的怡宝”的广告词进行广告宣传；体育活动

方面，公司不断加大在赛事中的品牌曝光力度，怡宝在 18 年公司赞助马拉松赛事 149 场，赞助跑步赛事 223 场；公益方面，截止 2018 年，华润怡宝“百所图书馆计划”已经持续 12 年，期间建成公益图书馆 218 所，公司开展的“水公益计划”亦持续 13 年，并于 18 年召开“饮用水安全与健康”高峰论坛。

图 38：“你我的怡宝”成为怡宝经典广告词

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：怡宝频繁赞助体育赛事



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 景田食品：产品定位精准，差异化获取消费者青睐

景田食品饮料集团有限公司于 1992 年在深圳成立，产品涉及矿泉水、纯净水、苏打水等多个系列。目前公司拥有员工近 9000 人，旗下拥有十余个独立子公司及多个大型生产基地，配备近 50 余条德国进口克朗斯一体化灌装设备。产能方面，景田在广东、江西、浙江等地拥有四家生产基地，水源来自地下矿泉水。

我们认为景田工业的竞争优势可以从宣传与产品定位两个维度体现：

1）宣传方面，百岁山赞助体育赛事，广告故事打造高端形象。公司积极与国际知名官方赛事合作以增强品牌曝光度：百岁山先后赞助国际排联、尤文图斯俱乐部、澳网公开赛等多个国际顶级体育项目。2019 年 10 月，百岁山成功签约国际篮联，为世界杯中国 8 个赛区提供饮用水。在广告宣传方面，百岁山打造“水中贵族”形象，通过一系列高端广告强化消费者对百岁山的品牌认知。

2）产品定位上，精准产品定位+大容量包装+差异化定价吸引消费者青睐。公司产品定位拿捏精准。依托罗浮山景区优质水资源，通过在定价上略高于市场主流 2 元定价，百岁山创立了差异化的中端产品形象。另一方面，公司向下拥有纯净水“景田”品牌，巩固了百岁山的中端形象，而在高端方面，17 年公司通过“Blairquhan 本来旺” 进入高端矿泉水领域。包装容量方面，2 元水品类中，农夫山泉 550 毫升、怡宝 555 毫升，而 3 元水百岁山 570 毫升，精心设计的容量差异带来消费暗示。中高端的产品形象与相对优惠的包装成功满足了消费升级背景下消费者对品质提升的需要与对性价比的追求，从而迎来销量上的成功。

图 40：百岁山广告透露贵族气质

图 41：百岁山包装设计独特

资料来源：公司广告，申万宏源研究

资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 6：景田百岁山定位精准

公司	产品/品牌	品种	定位	推出时间	价格
康师傅	康师傅瓶装水	纯净水	大众端	-	1.5 元/550ml
	优悦	纯净水	中端	2016	2 元/550ml
	涵养泉	矿泉水	中高端	2018	3.5 元/550ml
农夫山泉	饮用天然水	天然水	中端	1999	2 元/550ml
	天然矿泉水（运动装）	矿泉水	中高端	2015	3.5 元/535ml
	天然矿泉水（玻璃装）	矿泉水	高端	2015	45 元/750ml
华润怡宝	怡宝	纯净水	中端	1990	2 元/555ml
景田食品	景田	纯净水	中端	1992	2.5 元/560ml
	百岁山	矿泉水	中高端	2004	3 元/570ml
	本来旺	矿泉水	高端	2017	20 元/348ml

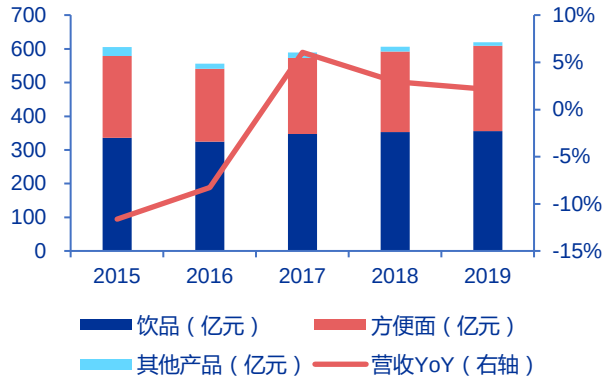
资料来源：公司公告，渠道反馈，申万宏源研究

3.4 康师傅：瓶装水业务萎缩，重新布局全价格带

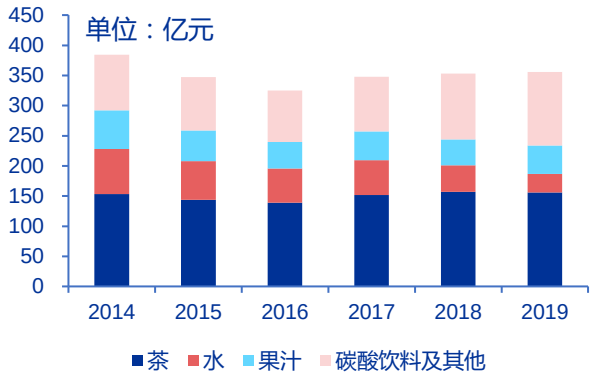
康师傅于 1992 年开始生产方便面，并自 1996 年起扩大业务至方便食品及饮品。2012 年 3 月，公司与 PepsiCo 中国饮料业务之战略联盟，在中国运营 PepsiCo 非酒精饮料。在饮用水销售方面，公司一度是国内瓶装水市场龙头，然而市占率逐年下滑，现在已落后于农夫山泉、华润怡宝等企业。从业务结构来看，饮品收入占比接近 60%。最近五年公司业务增速缓慢，在饮品整体规模停滞不前的同时，瓶装水业务规模进一步萎缩。

图 42：饮品收入占比较高，近年营收增速缓慢

图 43：饮品销售额中瓶装水规模及占比均萎缩



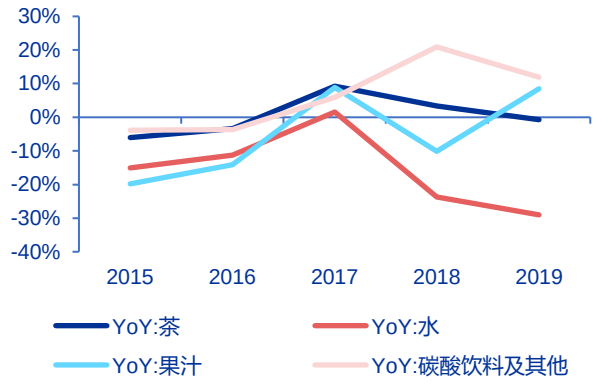
资料来源：公司推介材料，申万宏源研究



资料来源：公司推介材料，申万宏源研究

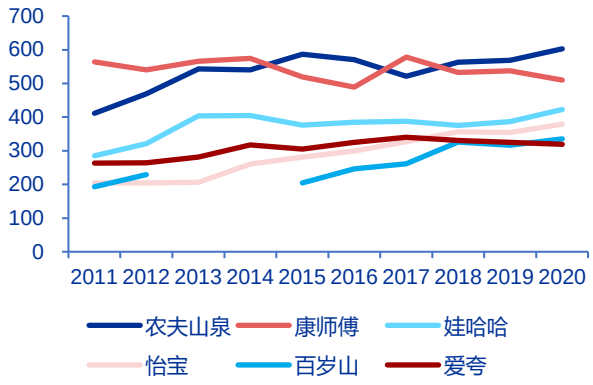
无论是在渠道角度还是品牌宣传角度，康师傅都有着丰富的经验。在渠道层面，康师傅 2019 年拥有超过 18.5 万家直营零售商、36,186 名经销商，渠道下沉至乡镇市场。在品牌运作层面，方便面食品的宣传和茶产品的广告活动都展现出公司的营销能力。从中国品牌力指数来看，瓶装水赛道中，康师傅实力不俗，位列第二，仅次于农夫山泉。此外，同为软饮料产品，康师傅碳酸饮料经历了双位数增长，而瓶装水销量却明显衰落，说明原因并不在公司层面，而在产品层面。

图 44：康师傅饮品各品类收入增速



资料来源：公司推介材料，申万宏源研究

图 45：中国瓶装水行业上榜品牌趋势



资料来源：中国品牌力指数，申万宏源研究（注：选取 2020 年前六；单位为 C-BPI 得分，满分 1000 分）

实际上，康师傅瓶装水业务的挫折主要源于在瓶装水升级的背景下公司缺乏中高端产品。早期，康师傅通过低价战略下沉乡镇市场，康师傅矿物质水曾是 1 元价位瓶装水的代表产品。为了降低成本，康师傅矿物质水包装轻薄，同时广告宣传力度较低，瓶劣价低成为消费者对康师傅矿物质水的刻板印象，导致在消费升级背景下公司矿物质水增长乏力。随着主流品牌纷纷进入 2 元时代，康师傅尝试将产品提价至 2 元，但收效甚微。

2016 年起公司饮用水业务开始调整，通过产品升级并实施提价，布局中高端市场。平价产品“康师傅瓶装水”是康师傅矿物质水的延续，定位高性价比，主打“全家人的安心之选”的品牌形象，宣传上通过赞助体育赛事、更换包装开辟新消费场景；高端领域推出“涵养泉”，打造东方文化品牌形象，水源地来自长白山、黄山、国乐山等地，连续三年成为新华网全国两会访谈、连线唯一指定用水。除此之外，康师傅通过“优悦”品牌聚焦中端市场，目前康师傅瓶装水业务仍在调整阶段。

3.5 娃哈哈：纯净水品类单一，期待高端新品

娃哈哈于 1995 年推出纯净水产品，是国内较早进入瓶装水领域的企业。凭借着先进的生产设备和技术工艺，娃哈哈纯净水纯净度极高，也因此成为国内高校实验室纯净水的替代选择。另一方面，娃哈哈在品类与宣传上鲜有更新，公司收入主要由营养快线等传统产品支撑，瓶装水品类未得到丰富。在消费与瓶装水产品升级的背景下，单一的纯净水品类独木难支。

娃哈哈近期开始调整产品策略，期望贴近年轻人并向高端进发。宣传方面，邀请当红明星许光汉成为代言人，结束了王力宏二十余年的代言历史。包装上，2015 年推出晶钻版纯净水，并于 2019 年夏季进一步更新升级。产品方面，部分地区试水天然矿泉水产品，水源来自长白山五龙泉，开始向高端领域渗透，但目前没有大范围推广。

图 46：娃哈哈纯净水上市超过二十年

资料来源：天猫，申万宏源研究

图 47：娃哈哈纯净水晶钻版新包装

资料来源：天猫，申万宏源研究

3.6 西藏水资源：立足高端品牌，拥有西藏优质水源

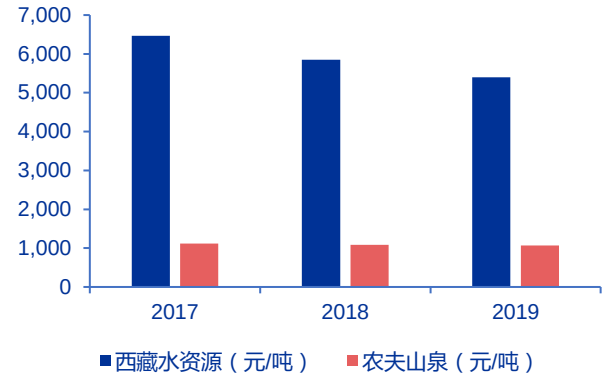
品牌自上而下布局，从高端向中端渗透，产品溢价较高。不同于市场上大部分水企，西藏 5100 从高端矿泉水起家，于 2006 年在西藏设立第一条冰川矿泉水生产线。经过数年快速发展，2011 年公司成功在香港上市，2012 年收购天地绿色部分权益，涉足啤酒生产。自高端品牌西藏 5100 后，公司于 2014 年收购西藏高原天然水，推出 “易捷·卓玛泉”，价格下探至 2-3 元区间。2016 年，公司推出格桑泉矿泉水，卡位西藏 5100 与易捷卓玛泉之间，完成品牌矩阵搭建。横向比较，2019 年公司矿泉水吨价 5397 元/吨，同期农夫山泉仅为 1072 元/吨。

水源布局西藏。公司参股山南雅拉香布和高原天然水两家公司，两者均为西藏水产业的重要生产基地。加上公司传统品牌 5100 的生产布局，公司对上游优质的水资源已有所掌握。

图 48：西藏水资源高中低端品牌矩阵

图 49：西藏水资源定位中高端，瓶装水均价溢价高

资料来源：公司公告，申万宏源研究

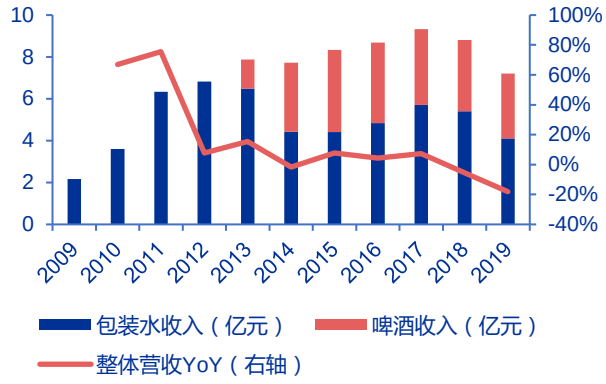


资料来源：公司公告，申万宏源研究

瓶装水业务调整致收入增长乏力。19 年公司收入 7.21 亿，2015 至 2019 年收入 CAGR 为-3.5%，期间公司瓶装水业务经历调整，对收入造成一定冲击。公司收入主要来自矿泉水业务与青稞啤酒业务，其中矿泉水业务单价高，毛利率高。2019 年瓶装水业务收入 4.11 亿元，占总收入比重 57%；水产品毛利率 63%，高于公司 56%整体毛利率水平。盈利能力方面，公司净利率常年维持 30%以上。2019 年公司对高原天然水的投资计提 8.73 亿减值，致净利率大幅下滑。

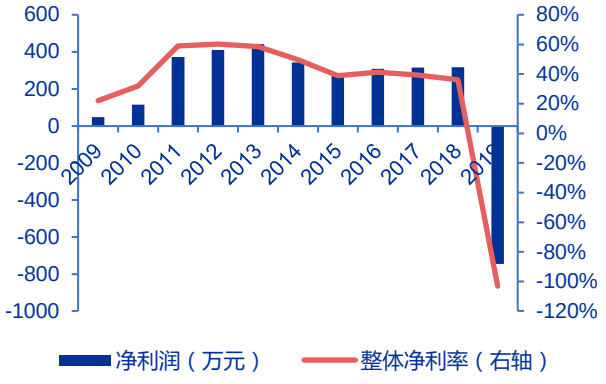
瓶装水业务销量下滑主要归因于过于单一的销售渠道。2007 年至 2015 年，公司与中铁快运形成战略合作体系，后者每年向公司采购矿泉水于铁路渠道售卖，中铁快运采购额一度达到整体收入的 81%。强大的下游伙伴帮助公司早期产品快速放量，并抢占高端矿泉水市场。但是，随着 2014-15 年公司与中铁快运采购合同接近尾声，对大客户的依赖导致公司销量下挫明显。为丰富销售渠道，公司于 2014 年起挖掘新的合作伙伴。2014 年与中石化达成战略合作关系，期初利用旗下易捷便利店销售西藏 5100 矿泉水。2015 年与中石化合作设立的联营公司推出“易捷卓玛泉”，在中石化全国加油站的易捷便利店进行销售，帮助瓶装水整体销量企稳回升。2019 年公司与中石油达成战略协作，将“格桑泉”产品覆盖至中石油旗下所有加油站。

图 50：公司营收增速缓慢，主要受瓶装水业务影响



资料来源：公司公告，申万宏源研究

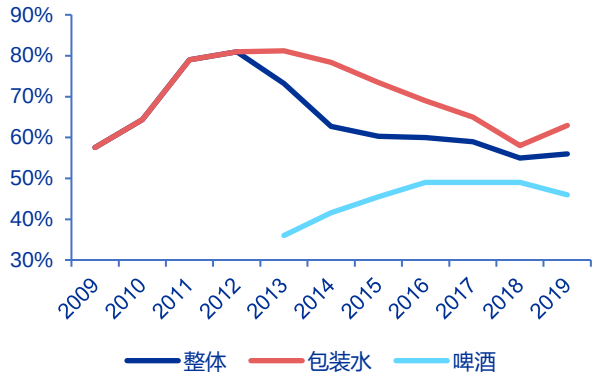
图 51：2019 年前公司净利率维持在 30%以上



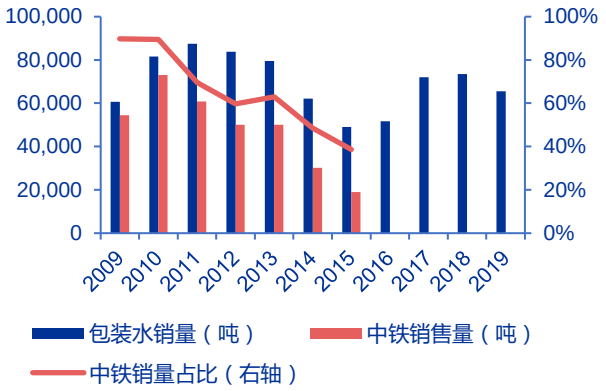
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 52：西藏水资源瓶装水业务毛利率较高，约为 60%

图 53：公司早年销量高度依赖对中铁快运的供应合同



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.7 伊利股份：开始水源布局，渠道优势突出

乳制品龙头企业伊利正积极拓广品类布局。继植物蛋白饮料、能量饮料后，公司 2018 年末投资 7.44 亿元在吉林长白山地区建设天然矿泉水饮品项目，随后于 2019 年收购阿尔山伊利天然矿泉水饮品，完成两处矿泉水水源布局。

2019 年“inikin 伊刻活泉”问世。产品定位火山低温活泉矿泉水，选取阿尔山的火山低温活泉，地处大兴安岭森林腹地，水质优越，含有钙、镁等常量元素和硅、锶、锂、硒等 29 种微量元素，矿化度适宜。包装容量上，产品包装以火山低温活泉为原型设计，分为 330ml/520ml/5L 三种规格，分别满足从日常饮用到家庭使用不同场景。但是，由于伊利水源布局相对单一，预计矿泉水业务全国铺货运输成本将造成一定负担。

作为乳制品龙头企业，伊利在销售渠道上有丰富的运营经验，网点数量多，覆盖范围广且深，扁平化程度高，有利于新产品铺货展开。

图 54：伊刻活泉产品包装

330ml：3.0元　520ml：3.5元　5L：25.0元

资料来源：京东，申万宏源研究（注：终端铺货较少，借鉴线上售价，依照箱价折算单瓶价格）

4. 如何做好水生意？营销、渠道与水源缺一不可

如何做好水生意？我们认为需要**强大的营销能力、独有的渠道优势、优质广泛的水源布局**来摆脱瓶装水产品严重的同质化问题。具体来说：

4.1 品牌宣传：长周期+高曝光+强标记

瓶装水产品同质化严重，企业需要通过树立强势的品牌形象与竞争对手进行区分，从而占领消费者的心智。为了塑造强势的品牌形象，强大且持久的品牌宣传投入必不可少。以农夫山泉与雀巢为例，农夫山泉成立二十余年始终坚持对其天然水定位的宣传，雀巢饮用水旗下品牌巴黎水（Perrier）更是拥有超过一个世纪的品牌历史，在营销方面拥有丰富底蕴。

农夫山泉：首推天然水定位，多途径、新模式持续宣传

产品的差异化。公司发展初期，面对纯净水赛道上高度同质化的竞争，公司转向天然水生产，同时宣传“纯净水对健康无益”、“天然弱碱性水有益人体健康”等观点，开展附赠 PH 试纸活动。天然水的差异化定位吸引了广泛注意，为公司品牌营销奠定基础。

广告的差异化。继“农夫山泉，有点甜”爆款后，公司品牌形象随着“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”的广泛传播再一次深入人心。在广告的模式上，除积极进行赛事赞助、综艺冠名等传统宣传方式外，农夫山泉也从三段式叫卖广告升级至品牌故事。微电影系列的广告模式也成为瓶装水行业内的创新。员工的坚守、水源地的生态与包装的设计过程纷纷成为微电影素材，内容吸睛亮眼，将农夫山泉天然水与天然健康的理念紧密结合，牢牢占据消费者心智。

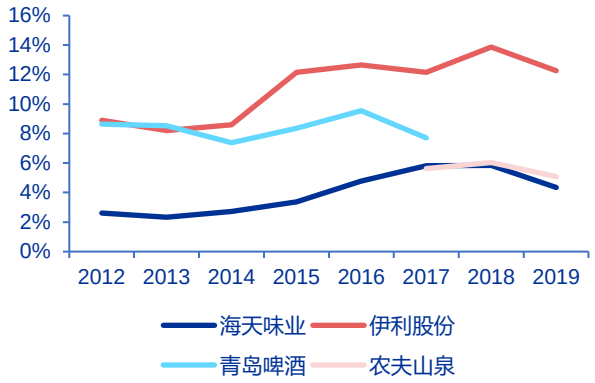
Perrier 巴黎水：定位“水中香槟”，历史悠久布局全球

巴黎水水源位于法国南部小镇，水质天然有气，独特的口感与一定的医用效果助力产品定位高端。巴黎水的经典营销战役发生在 20 世纪 70 年代中期。为了进军北美市场，公司不断地在美国电视频道播放广告，用户定位于婴儿潮一代，主打精致、优雅的高端品类，并通过积极赞助马拉松赛事等营销活动，取得了不俗成就。1992 年雀巢收购巴黎水，但仍积极开展品牌营销。近年来，巴黎水进军中国市场。2016 年巴黎水联手蓬皮杜在上海举办“蓬皮杜现代艺术大师展”，2019 年宣布张艺兴成为品牌代言人。

利用长周期+高曝光+强标记的策略在同质化中凸显差异。综合农夫山泉与巴黎水的案例，我们认为成功的品牌宣传都有着长周期+高曝光+强标记的特点：**1）长期持续的曝光：**消费者注意力有限且容易失焦，需要长期专一的宣传与曝光，例如农夫山泉“大自然的搬运工”形象闪耀荧幕近二十年；**2）增加曝光频率：**企业可以通过品牌故事与传统方式等多途径来增加曝光频率；**3）创造易于记忆的强标记：**通过简单、易识别的宣传，配合产品的差异化特点达到传播效果，如“农夫山泉，有点甜”，凸显天然水不同于纯净水的差异。

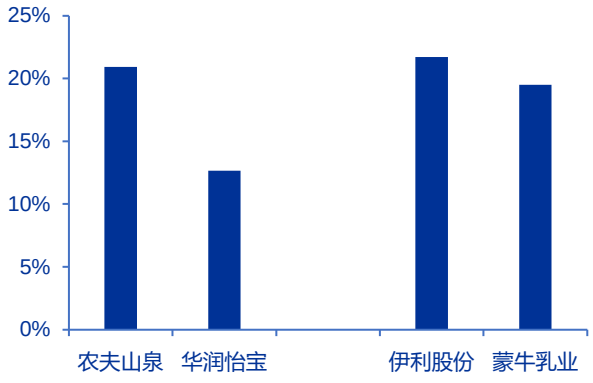
未来，中国瓶装水行业营销力度或保持现有水平。在 1.3 章节中提到，行业未来增量主要来自于特定消费人群与场景的创造。在消费者对瓶装水认识匮乏的前提下，公司将通过营销宣传实现消费者教育与心智占领。横向对比其他赛道龙头企业，农夫山泉的广告促销费用率持平海天、低于青啤与伊利。但从行业格局来看，瓶装水 CR2 的份额与乳制品近似，均属于两强竞争，需通过地空结合的方式保持营销长周期、高曝光、强标记的效果。但从伊利的历史趋势来看，广告宣传与促销的力度并未随着收入规模的增长而优化。另一方面，随着农夫山泉与华润怡宝渠道下沉抢夺乡镇市场，而康师傅、娃哈哈等昔日龙头企业布局中高价格带重返上线市场，瓶装水行业的竞争激烈程度或重新复燃，预计行业广告促销力度的优化空间有限。

图 55：各细分赛道龙头企业的广告促销费用率



资料来源 :公司公告 ,申万宏源研究(注 :青岛啤酒自 2018 年起采取新的会计准则 ,助销费用抵消收入 ,因此未包含)

图 56：瓶装水与乳制品 CR2 市场份额



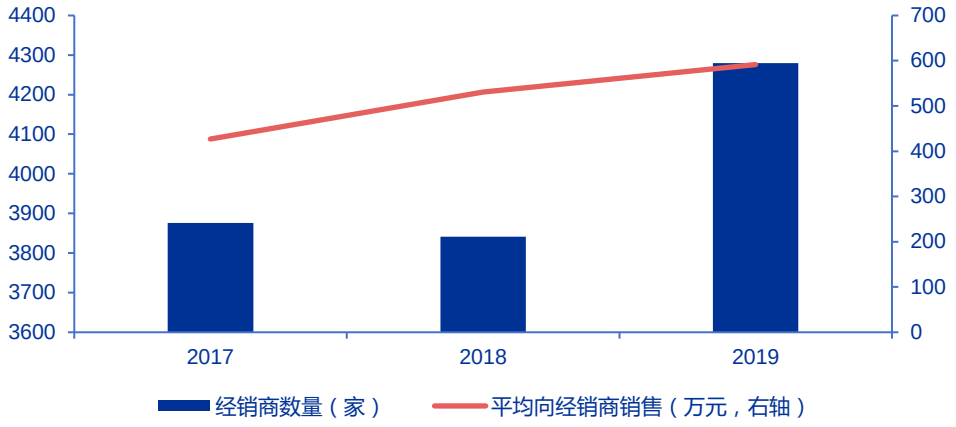
资料来源：公司公告，欧睿国际，申万宏源研究（注：乳制品不包含酸奶）

4.2 渠道网络：广度深度密度，加强终端掌控

产品定位与营销的成功会带来现象级增长，但在激烈竞争中企业进一步增长会受渠道限制。农夫山泉主要采用一级经销模式，早期差异化战略与营销成功让公司迅速成长为国内瓶装水主要企业，但销售主要由下游需求拉动。相较于快消领域深耕多年的娃哈哈、康师傅等传统企业，农夫山泉无论在渠道广度还是深度都不具备优势。除此之外，天然水水源离消费市场往往较远 ,对终端需求的预测不足会带来不必要的调拨成本。2004 年至 2007 年公司增长陷入瓶颈，收入徘徊在 20 亿水平，主要由于公司无法及时掌握渠道终端信息所导致。

IT 技术赋能农夫山泉，建立渠道优势。2007 年开始，农夫山泉着手建立直接面向终端的业务团队，随后上线移动信息化系统对一线人员赋能，通过短信与定位等方式完成了对业务代表、销售人员与渠道终端的实时掌握。2011 年，公司引入 SAP HANA 系统协同需求预测、生产规划等工作，进一步加强公司的掌控与运营能力。2019 年公司通过 4,280 名经销商覆盖了全国 237 万余终端零售网点，营业收入 240.2 亿元，渠道广度、深度以及单个经销商效率都得到极大提升。

图 57：农夫山泉经销商平均销售额逐步提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

除农夫山泉外，其他瓶装水企同样重视渠道建设。1）怡宝：依托华润强大的渠道资源，公司经销商约 1500 家，覆盖终端网点数已超过 170 万家；2）西藏水资源：在与渠道龙头合作方面有丰富经验，作为中高端品牌，西藏 5100 早期侧重团购客户，通过与中铁合作的方式迅速打开市场，目前积极与中石油、中石化合作，期待打开加油站渠道。

我们认为，瓶装水的渠道建设需要广度、深度、密度三维度一体化。综合来看，农夫山泉、华润怡宝等企业的渠道建设在广度层面已完成全国化布局，覆盖了县级及以上市场，并着手向乡镇市场下沉，但在密度方面仍具有可观的提升空间。跨行业比较，海天的终端网点数量达 500-600 万家，而伊利仅乡镇村的网点数量就已达 103 万家。我们在 2.3 章节的发展模式中也提到，中国瓶装水的渠道结构以传统的社区街道店为主，其次是超市、商超。从产品特性看，500ml 规格的瓶装水属于即饮产品，大规格瓶装水的家庭消费者也倾向于就近采购。因此，提升传统流通的密集度变得至关重要。我们预计各家企业将进一步加强终端覆盖，或试图将主要竞争对手挤出终端门店，从而提升产品能见度。

表 7：农夫山泉、华润怡宝与其他赛道龙头企业的渠道对比

公司	农夫山泉	华润怡宝	海天味业	伊利股份
终端网点	237 万	170 万	500-600 万个终端网点，其中 50 万个直控销售网点	18 年末，直控村级网点 60 万； 19 年末服务的线下液态奶终端网点已达 191 万家；其中乡镇村网点近 103.9 万家
销售人员	10,896 名		2,023 名	17,854 名
经销商	4,280 家	约 1,500 家	5,806 家	12,304 家
市场覆盖率	县级及以上市场覆盖，向乡镇市场下沉		地级市及以上 100%覆盖；县级市场约 80%覆盖；2003 年启动农村市场开发	常温液态类乳品的市场渗透率为 84.3%，
渠道结构	传统：73.3% 现代：12.2% 其他：14.5%		餐饮：55-60% 家庭：40-45%	现代及流通渠道

资料来源：公司公告，渠道反馈，申万宏源研究

4.3 水源布局：优质水源稀缺，分散布局助力减费

水源之于瓶装水企业，好比奶源之于乳制品企业，重要性体现在三个方面：1）中国淡水资源匮乏，优质的水源更为稀缺，政策只会愈发趋严，准入门槛与成本将提高；2）在产品同质化的背景下，优质水源成为品牌塑造的核心要素；3）全国化水源布局有助于降低运输成本。因此企业需在水源方面积极布局，抢占先机。

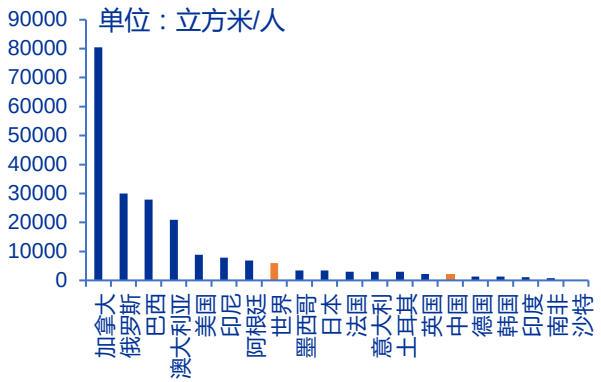
图 58：我国主流天然水、矿泉水的水源地概览

资料来源：申万宏源研究（注：未包含纯净水）

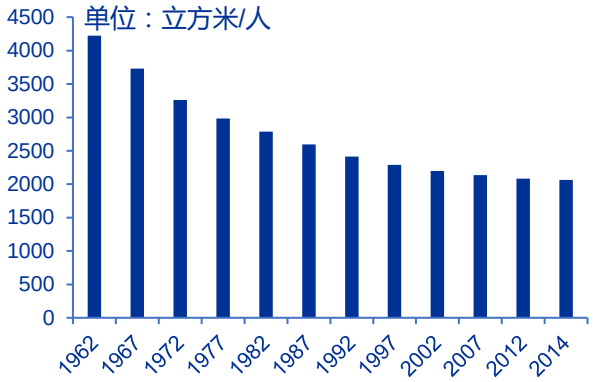
中国人均淡水资源匮乏，取水政策逐步收紧，得水源者得未来。根据世界银行的数据显示，2014 年中国国内可再生淡水资源约为 28,130 亿立方米，位居世界第四，但人均水平仅为 2062 立方米，低于世界 5933 立方米的人均水平。更糟糕的是，历年来国内人均淡水资源因经济发展和环境污染处于下降趋势。为保护国内水资源并提升用水效率，全国及地方性法规陆续出台，且力度与细节逐步趋严。譬如 2015 年《水污染防治行动计划》（水十条）规定矿泉水开发应严格实行取水和采矿的双许可，及各地方政府明确规定各行业用水定额或上调水资源费。整体取水政策的收紧将致使准入门槛或企业淘汰率逐步提高。因此，先行布局并建立稳定的天然水源对于企业的发展扩张提供了强有力保障。

图 59：全球主要国家国内人均可再生淡水资源

图 60：中国国内人均可再生淡水资源不断下行



资料来源：世界银行，申万宏源研究



资料来源：世界银行，申万宏源研究

表 8：全国性及地方性水资源政策法规的颁布历史

时间	举措	意义
2002 年	修订《中华人民共和国水法》	增加水资源开发章节，着重规定水资源的开发、利用、节约、保护与配置等
2003 年 8 月	《吉林省水资源费征收使用管理办法》	为控制开采地下水，实行地下水资源补偿制度
2006 年 4 月	修正《取水许可与水资源费征收管理条例》	进一步明确了水资源的征收范围，规定了水资源费标准制定原则
2007 年 8 月	山西发布《关于调整水资源费征收范围及标准的通知》	取用水实行计量收费和超定额累进加价制度。用水定额内的水量部分，水资源费按照不同的取水类型收费
2008 年 8 月	《西藏自治区取水许可和水资源费征收管理办法》	获得取水许可的单位和个人，应当按照水资源费征收标准缴纳水资源费，并按照批准的年度取水计划或者定额取水。 超计划或者超定额取水的，审批机关应当责令其限期改正 ,并对超计划或者超定额部分累进征收水资源费。
2010 年 6 月	印发《全国城市饮用水水源地环境保护规划（2008-2020 年）》	这是我国第一部饮用水水源地环境保护规划 ,指导各地开展饮用水水源地环境保护和污染防治工作。
2010 年 12 月	修订《中华人民共和国水土保持法》	强化了政府和部门责任；强化了规划的法律地位；强化了预防保护制度；强化了综合治理措施；强化了法律责任。
2013 年 1 月	《关于水资源费征收标准有关问题的通知》	明确了水资源费征收标准制定原则，规范了水资源费标准分类，确定了水资源费征收标准调整目标；要求各地严格控制地下水过量开采，对超计划或者超定额取水制定惩罚性征收标准，加强水资源费征收使用管理，并对各项要求提出具体指标。
2013 年 12 月	《吉林省物价局吉林省财政厅吉林省水利厅关于调整水资源费征收标准及有关问题的通知》	提高水资源费征收标准
2015 年 4 月	**发布《水污染防治行动计划》**	**着力节约保护水资源 ,实施最严格水资源管理。严格控制开采深层承压水，地热水、矿泉水开发应严格实行取水许可和采矿许可。**
2015 年 7 月	《关于调整水资源费征收范围和标准的通知》	对全区水资源费用的征收范围和标准进行上调 ,水资源费征收标准和范围调整工作分阶段、稳步推进。

2015 年 12 月	《广东省水利厅关于调整水资源费征收标准的通知》	严格水资源有偿使用，合理调整水资源费征收标准。城乡生活，生产、经营及其它取用地表水的水资源费征收标准调整为 0.2 元/m3 ;合理调整不同取水类别的水资源费征收标准。
2017 年 6 月	修正《中华人民共和国水污染防治法》	明确各级政府职责 ;对重点水污染物排放实施总量控制制度 ;修改排污许可制度

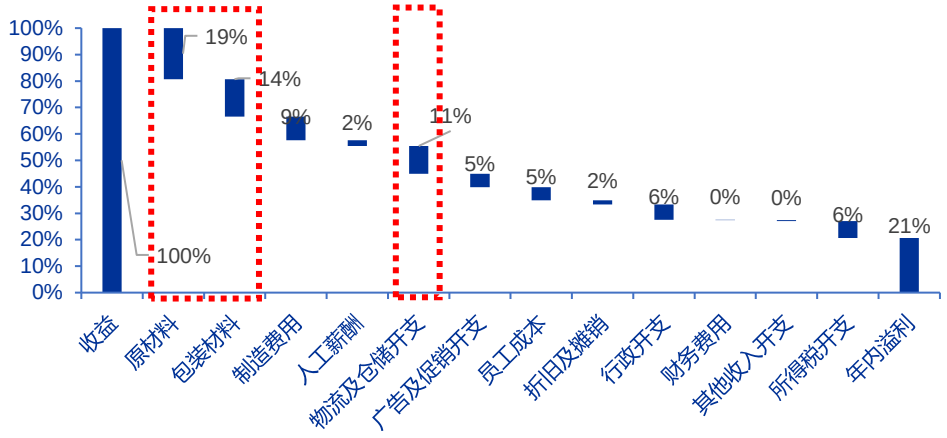
资料来源：申万宏源研究

虽然目前取水准入门槛并无大的壁垒，但**水源之于瓶装水企业的用途在于品牌塑造与运输成本管控。**

高品质水源是支撑品牌塑造的核心概念。水源质量不单是品质的保障，在瓶装水行业同质化的大环境下，也是品牌宣传的差异化素材与卖点。目前，天然水与天然矿泉水品牌不断强调产品的水源，从西藏 5100 的“来自海拔 5100 米的原始冰川水源地”到农夫山泉“什么样的水源，孕育什么样的生命”，再到伊利对水源阿尔山的火山低温活泉的宣传，水源正成为品牌塑造的必备条件。反之，纯净水企业的宣传方式或内容更局限于体育赛事赞助或明星代言等方式。

除原材料与包材外，仓储物流是成本中另一重要组成部分。瓶装水成本包括显性成本与隐性成本两部分，其中隐性成本包括运输费用、广告费用、渠道支持费用等。以农夫山泉为例，物流与仓储开支一直是其销售及分销开支的重要组成部分，2019 年物流及仓储开支 25.26 亿元。作为比较，2019 年农夫山泉营业成本中原材料、包装材料、制造费用与人工薪酬等显性成本合计 107.1 亿元，物流仓储费用规模相当于后者 1/4。

图 61：原材料、包装材料与仓储物流为农夫山泉成本主要组成部分

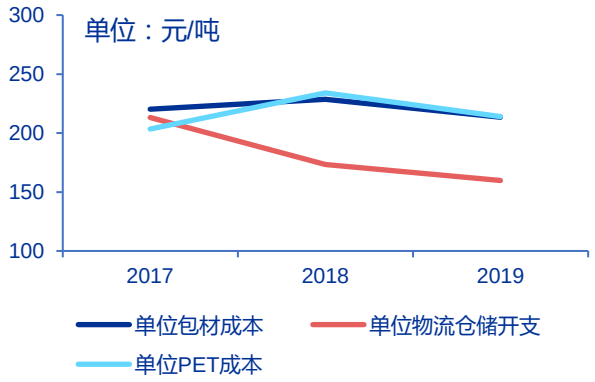


资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：以 2019 年利润表为例）

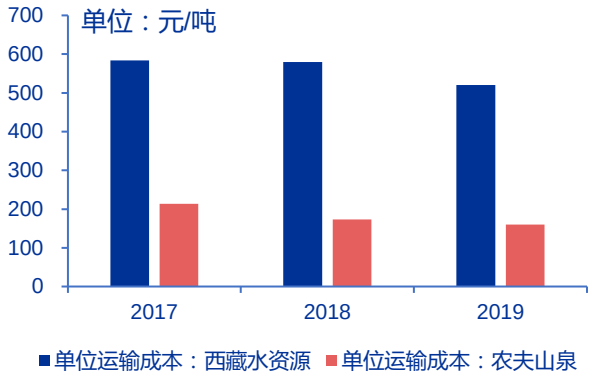
全国水源布局利于运输成本控制。纵向比较，仓储物流费用受周转效率影响，同时随着经销商规模扩大，单次运输量增加，单位运费得以降低。横向比较，瓶装水生产基地通常靠近水源，因此企业通过全国水源布局、就近销售，从而降低运输成本。农夫山泉、华润怡宝、百岁山均在全国布有水源地。另一方面，西藏水资源的水源集中布置于西藏，因此其运输吨价明显高于农夫山泉，可见全国化水源布局对运输成本的控制作用。

图 62：农夫山泉单位仓储物流开支持续降低

图 63：西藏水资源运输单价高于农夫山泉



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 投资建议与风险提示

5.1 投资建议：各方面优势凸出，建议关注农夫山泉

建议关注：农夫山泉（即将上市）。由于取水费用在营业成本内的比重可忽略不计，因此市场侧重关注营销与渠道，而忽略了水源对于瓶装水企业的重要意义。不可否认，营销与渠道的确是快消品行业最为重要的两个元素。但是，水源的获取是树立强势品牌形象的先决条件。从非纯净水品牌的水源布局来看，农夫山泉十大水源的地理分布均衡，其余企业仅布局个别水源。在结构升级的趋势下，农夫山泉卡位 2 元价格带，且是天然水的代表，无论是从价格还是品种的升级路径，均是首选。叠加杰出的营销能力与合理的渠道利润，预计公司是行业发展下最大的受益者，看好公司市场份额稳步提升。

5.2 风险提示

1）**食品安全问题：**系统性产品品质不达标，引发行业食品安全事件，受到有关部门的处罚并被媒体曝光，严重损害行业形象，致瓶装水需求大幅下滑。

2）**水源污染：**重要水源地的污染造成周边企业停产，冲击行业整体盈利能力。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。